

行业研究/深度研究

2018年09月18日

行业评级:

传媒 增持 (维持)

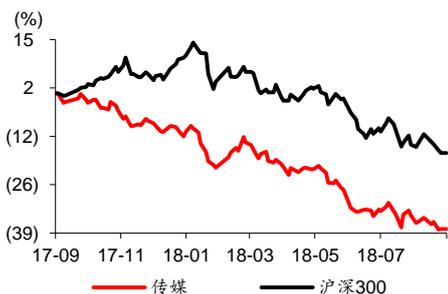
许娟 执业证书编号: S0570513070010
研究员 0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

周钊 执业证书编号: S0570517070006
研究员 010-56793958
zhouzhao@htsc.com

相关研究

- 1《传媒:行业周报(第三十六周)》2018.09
- 2《芒果超媒(300413,增持):自制优势和芒果生态构筑成长性》2018.09
- 3《传媒:盈利能力和现金流未有改善,关注政策面变化》2018.09

一年内行业走势图



资料来源: Wind

基本面有所改善, 关注优质标的 院线公司运营情况深度复盘

院线公司运营深度复盘: 基本面出现边际改善, 关注行业优质标的

我们根据上市院线的 2018 年中报, 对其直营影院的运营指标进行深度复盘后发现, 基本面出现边际改善: 平均票价在 2018 年上半年大多有所上扬, 显示观众的观影需求更为刚性, 深层原因在于国产片质量持续上升; 三线及以下城市观众对国产片更为青睐, 而渠道持续向三四线城市下沉, 将对国产片票房形成支撑, 形成良性循环; 在非票房收入方面, 国内院线做出诸多努力, 收效显著。但影投公司票房集中度在持续下滑, 显示影院去泡沫化过程尚未开始, 或对行业整体带来压力, 其中银幕扩张较为稳健、运营能力较强的院线相对更为优质, 建议关注中国电影、上海电影等。

放映业务横向对比: 中国电影、万达院线、上海电影领先优势明显

毛利率方面, 总体上呈下滑态势, 但银幕扩张较慢的金逸院线近年来缓慢上行; 银幕增速方面, 万达院线领先同行, 金逸院线相对靠后; 票房增速方面, 走势与全国基本一致, 但总体上各院线均低于全国平均增速; 平均票价方面, 万达院线、上海电影和金逸院线位于较高水平; 上座率方面, 中国电影领先同行, 上海电影在 2018 年上半年实现逆势提升; 单银幕产出方面, 中国电影、万达院线领先明显, 但各院线整体上都呈现下滑态势; 分析单银幕产出后, 我们认为提升单银幕产出, 至少需要在上座率和平均票价两要素中其一上表现优秀。

放映业务纵向对比: 单银幕产出持续下降, 2018 年平均票价有所上扬

万达院线单银幕产出业内相对领先, 但近年银幕高速扩张, 使得产出下滑速度较快; 横店院线受益于渠道下沉和国产片的优质表现, 票房增速近年持续提升; 金逸院线的银幕增速显著低于全国平均, 使得近年票房增速为负; 幸福蓝海银幕扩张稳健, 单银幕产出下滑速度慢于全国平均; 中国电影单银幕产出较高, 票房增速自 2016 年来持续提升; 上海电影集中于一线城市布局, 上座率及平均票价均处于较高水平。同时, 2018 年上半年院线平均票价大多有所上扬, 我们认为主要受益于渠道下沉后, 国产片质量提升带来的需求刚性, 随着国产片质量提升持续, 票价提升趋势或可延续。

非票房业务: 万达院线一枝独秀, 其他院线依然有较大提升空间

卖品收入方面, 横店院线毛利率持续提升, 万达院线单人消费水平业内领先; 广告收入方面, 万达院线广告收入占比领先, 横店影视的广告收入占比提升明显。总体上各院线在非票房业务方面都投入了较多资源, 对比北美, 2017 年北美三大院线的卖品收入占比都维持在 30% 左右 (广告收入占比未披露), 国内院线卖品收入占比除万达院线为 14%, 其余院线均在 10% 以下, 显示国内院线在发展非票房收入方面都拥有较大的空间。

风险提示: 银幕建设持续处于高位, 给单银幕产出带来持续的下降压力; 非票房收入的提升速度不及预期。

正文目录

综述：基本面出现边际改善，关注行业优质标的.....	5
市场：票房持续回暖，银幕建设保持高速，影投集中度下降.....	6
上半年票房表现优秀，观影人次显著增加.....	6
国产片表现亮眼，内容质量持续提升.....	6
银幕数量快速增长，影投公司仍重点布局三线及以下城市.....	7
从票房到人次，三线及以下城市表现突出.....	8
院线前十集中度略有提升，影投前十集中度降低.....	9
放映业务横向对比：总体上万达、中影、上影较为优秀.....	11
毛利率：大多呈下滑态势，银幕扩张较慢的金逸院线近年来缓慢上行.....	11
银幕增速：万达院线领先同行，金逸院线相对靠后.....	11
票房增速：走势与全国基本一致，但总体上低于全国平均.....	12
平均票价：万达院线、上海电影和金逸院线处于较高水平.....	12
上座率：中国电影领先同行，上海电影 2018 年 H1 逆势提升.....	13
单银幕产出：中国电影、万达院线领先明显，但均总体呈下滑态势.....	14
票房分城市分布：各院线的票房分布差异明显，体现出各自不同的战略.....	15
放映业务纵向对比：单银幕产出持续下降，2018 年上半年票价上升.....	17
万达院线：单银幕产出领先，但近年银幕高速扩张，使得产出下滑较快.....	17
横店院线：受益于渠道下沉和国产片的优质表现，票房增速近年持续提升.....	18
金逸院线：银幕增速显著低于全国，造成近年来票房增速为负.....	20
幸福蓝海：银幕扩张稳健，单银幕产出下滑速度慢于全国.....	22
中国电影：单银幕产出较高，票房增速自 2016 年以来持续提升.....	23
上海电影：集中于一线城市布局，上座率及平均票价均较高.....	24
非票房业务：万达院线一直独秀，其他院线依然有较大提升空间.....	27
卖品收入：横店院线毛利率持续提升，万达院线单人消费水平业内领先.....	27
广告收入：收入占比万达院线领先，横店影视提升较为明显.....	28
积极尝试、持续创新，各院线公司努力发展非票房业务.....	29
风险提示.....	32

图表目录

图表 1：2010 年-2018 年 H1 电影票房收入及增速.....	6
图表 2：2010 年-2018 年 H1 观影人次及增速.....	6
图表 3：2015 年-2018 年票房 Top15 的的国产片评分.....	7
图表 4：2010 年-2018 年 H1 银幕数量及增速一览.....	7
图表 5：2018 年 Q1 新增银幕分布：三线及以下新增银幕占比达 60%.....	8
图表 6：2013-2018H1 年三线及以下城市票房增速高于一二线城市.....	8

图表 7: 2013-2018H1 三线及以下观影人次增速高于一二线城市	8
图表 8: 2018 年 H1 三四五线票房合计占比 43%, 较 2012 年提升 14pct	9
图表 9: 2018 年 H1 三四五线观影人次合计占比 45%, 较 2012 年提升 13pct	9
图表 10: 2014 年至 2018 年 H1 Top10 院线	9
图表 11: 2014 年-2018 年 H1 十大影投公司	10
图表 12: 2013 年至 2018 年 H1 各院线公司放映业务毛利率一览	11
图表 13: 2013 年至 2018 年 H1 各院线公司直营银幕增速一览	12
图表 14: 2013 年至 2018 年 H1 各院线公司票房增速一览	12
图表 15: 2013 年至 2018 年 H1 各院线公司平均票价一览	13
图表 16: 2012 年至 2018 年 H1 各院线公司上座率一览	13
图表 17: 2017 年各院线在各线城市的上座率一览	14
图表 18: 2018 年 H1 各院线在各线城市的上座率一览	14
图表 19: 2012 年至 2017 年各院线公司单银幕产出一览	15
图表 20: 2017 年各院线的票房分城市分布	15
图表 21: 2018 年 H1 各院线的票房分城市分布	16
图表 22: 2012-2018H1 年万达院线国内票房与国内银幕数量一览	17
图表 23: 万达院线票房增速与全国接近, 2018 年 H1 银幕增速低于全国	17
图表 24: 万达院线单银幕产出较高, 但近年来降幅较快	18
图表 25: 万达院线上座率自 2015 年持续下降, 但始终高于全国平均	18
图表 26: 万达院线平均票价近年来始终高于全国平均 5-6 元左右	18
图表 27: 2015 年至 2018 年 H1 国产片和进口片票房的分城市分布: 三线及以下城市观众更青睐国产片	19
图表 28: 2013-2018H1 年横店院线直营票房与银幕数量一览	19
图表 29: 2016 年来横店院线票房增速与全国平均增速的差距在缩窄	19
图表 30: 横店院线 2015 年以来单银幕产出一直高于全国, 近年来其降幅与全国接近	20
图表 31: 横店院线上座率自 2015 年以后有所下滑, 向全国平均靠拢	20
图表 32: 横店院线平均票价一直低于全国, 但自 2017 年以来差距收窄	20
图表 33: 2014-2018H1 年金逸院线直营票房与银幕数量一览	21
图表 34: 金逸院线 2016 年-2018H1 直营影院票房收入均出现负增长	21
图表 35: 2015-2017 年金逸院线单银幕产出下降速度与全国较为接近, 2018H1 单银幕产出降幅明显高于全国	21
图表 36: 2018H1, 金逸院线上座率低于全国平均水平	21
图表 37: 平均票价方面金逸院线一直高于全国平均	21
图表 38: 2012-2018H1 年幸福蓝海票房与银幕数量一览	22
图表 39: 2017 年以来, 幸福蓝海票房及银幕增速均明显低于全国	22
图表 40: 幸福蓝海 2015 年以来的单银幕产出始终高于全国平均, 下滑速度也要慢于全国	22
图表 41: 自 2014 年以后, 幸福蓝海上座率始终高于全国平均	23
图表 42: 幸福蓝海平均票价一直低于全国平均, 2018 年 H1 差距缩窄	23
图表 43: 2012-2018H1 中国电影票房及银幕数量一览	23
图表 44: 中国电影票房及银幕增速基本上要低于全国平均	23

图表 45: 中国电影的单银幕产出始终保持较高水平	24
图表 46: 中国电影上座率始终领先全国平均	24
图表 47: 中国电影平均票价与全国平均的差距近年来日趋缩小	24
图表 48: 2012-2018H1 上海电影直营影院票房及银幕数量一览	25
图表 49: 2017 年银幕增速较快, 带动票房增速向全国平均靠拢	25
图表 50: 上海电影单银幕产出表现优异, 2018 年 H1 实现同比略升	25
图表 51: 上海电影上座率始终高于全国平均	26
图表 52: 上海电影平均票价始终高于全国平均, 但领先幅度近年来收窄	26
图表 53: 美国三大院线 2017 年卖品业务营收占比	27
图表 54: 2013 年至 2018 年 H1 各院线卖品收入占比一览: 万达院线持续领先	27
图表 55: 2013 年至 2018 年 H1 各院线卖品收入毛利率一览: 横店院线持续上升	28
图表 56: 卖品单人消费方面, 万达院线一枝独秀, 其他差距不大	28
图表 57: 万达院线广告收入占比同行业内领先, 横店院线近年来提升明显	29
图表 58: 2014 年至 2018 年 H1 各院线广告收入毛利率一览: 横店影视和金逸影视较为领先	29
图表 59: 万达影城中的 COSTA	30
图表 60: 横店院线纷腾电影生活馆鸡尾酒吧	30
图表 61: 横店院线纷腾电影生活馆餐厅	30
图表 62: 上海电影的永华影城装饰兼具时尚感和未来感	31
图表 63: 上海电影永华影城的彩虹观影厅	31
图表 64: 金逸影城中的床厅	31

综述：基本面出现边际改善，关注行业优质标的

本篇报告是基于院线上市公司最新发布的2018年中报，对其直营影院的运营指标等进行深度复盘，一方面做数据的整理和归纳，供各位读者参考和查阅；一方面通过对数据的梳理，去观察行业最新的变化和发展趋势。

总体上，上半年全国电影市场表现优秀，根据国家电影局数据，票房达到约320.31亿元，同比增长17.82%；观影人次达9.01亿，同比增长15.34%。同时，至2018年6月底，全国银幕达到55,623张，较2017年底增长约9.5%，较2017年6月底增长约23%。

银幕增速继续维持在高位的另一个体现就是影投公司票房集中度持续下降（见图11）。根据艺恩数据，2014年前十大影投公司票房集中度为49.54%，之后持续下降，至2018年上半年，前十大影投票房集中度为38.97%。我们认为这主要是因为全国近年来的银幕扩张速度持续维持在高位，各路资金持续涌入市场投资建设银幕，市场较为分散，单家影投公司受制于资金因素，银幕扩张速度难以与全国平均速度相匹配。所以从上市院线公司的直营影院放映收入来看，其增速也往往低于全国平均（见图13）。

银幕在继续下沉。由于一线城市影院的相对饱和，新建设银幕多集中在非一线城市，影投公司纷纷瞄准下沉流量。根据艺恩数据，2018年Q1三线及以下城市新增银幕占比合计为60%，显示出影投公司的主要注意力仍在三线及以下城市，渠道依然在持续下沉（见图5）。

国产片的质量在持续提升。我们分别统计了2015年-2017年以及2018年1-6月票房Top15的国产片，统计其豆瓣及猫眼的平均评分，发现自2016年以后评分总体上呈现出上行态势（见图3），显示出国产片质量近年来的稳步提升。

同时，三、四、五线城市观众显示出对国产片的偏好。我们统计了2015年-2018年6月各时间段中票房排名前10的电影的各线城市票房占比，发现在这四个时间段中，国产片的三线及以下城市票房占比均高于进口片。我们认为这说明三线及以下城市观众更青睐于国产片（见图27）。

平均票价方面也出现了边际改善，除上海电影外，其他院线的平均票价2018年H1均有上扬，其中幸福蓝海和横店院线的上扬尤为明显（见图15）。上海电影主要是由于直营银幕新开较多，进行促销活动拉低了平均票价。我们认为平均票价的提升主要是受益于国产片内容质量的提升，使得观众观影需求相对更为刚性，随着国产片质量提升持续，票价提升趋势或可延续。

非票房收入方面，上市院线公司近年来进行了积极的尝试，包括万达院线与COSTA咖啡的合作、推出爆米花节；横店院线的纷腾电影馆的“影院+餐饮”的模式；上海电影旗下的永华影城推出的可以容纳4人或6人的VIP包厢、座位是由不同颜色组成的“彩虹观影厅”、同声评论厅；金逸院线的床厅、情侣厅、按摩厅、儿童影厅等，都取得了较好的成效。对标北美市场来看，2017年北美三大院线的卖品收入占比基本维持在30%左右，国内院线卖品收入占比除万达院线为14%，其余院线均在10%以下，国内院线依然有较高的提升空间。

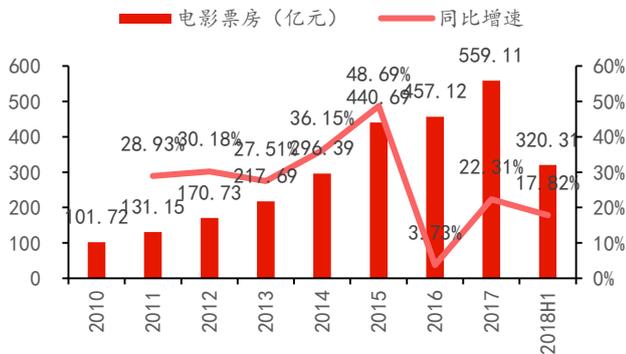
综上，院线行业的基本面已经出现一些边际改善的现象，但影投公司主体依然较多，影投公司的票房集中度仍在持续下降，显示影院去泡沫化过程尚未真正开始，或对行业整体带来压力，其中银幕扩张较为稳健、运营能力较强的院线相对更为优质，建议关注中国电影、上海电影等。

接下来我们将根据各上市院线公司的2018年中报披露数据，对各家公司的运营数据进行纵向和横向对比，以观察各家的发展趋势和变化。我们在下文放映业务的讨论中，均取各家院线旗下直营公司的运营数据作为比较的基础，也即是各家院线公司下的影投公司作为比较的主体。为行文简便计，我们在下文中均以上市公司的院线名称作为叙述的主体，并未严格区分院线与影投的区别。

市场：票房持续回暖，银幕建设保持高速，影投集中度下降 上半年票房表现优秀，观影人次显著增加

自 21 世纪后，中国电影市场经历了长期的高速发展历程，根据国家电影局数据，至 2017 年我国总票房达到 559.11 亿元（含服务费），观影人次达 16.2 亿人次。2018 年 H1 全国票房达到 320.31 亿元，同比增长 17.82%；观影人次达 9.01 亿，同比增长 15.34%。

图表1：2010年-2018年H1电影票房收入及增速



图表2：2010年-2018年H1观影人次及增速



注：2017年、2018年票房含服务费

资料来源：国家电影局、华泰证券研究所

资料来源：国家电影局、华泰证券研究所

2016 年由于上映电影质量的下滑，我国电影市场经历了短暂的调整，当年票房增速仅为约 3.73%，我们认为主要原因在于观众迅速提升的审美和落后的电影质量之间出现了矛盾，而银幕也已经在一定程度上达到了饱和，对票房的推动作用开始下降。电影业界认识到观众对于高质量内容的需求，经历过一年的调整，整体产品质量有了迅速的提升，我国的电影市场重新步入上升通道，票房增速由 2016 年的个位数（3.73%）回到 2017 年的两位数（不含服务费可比口径增速为 14.58%，含服务费增速为 22.31%）。

国产片表现亮眼，内容质量持续提升

2018 年上半年国产片表现亮眼，根据艺恩数据，1 月份和 2 月份票房占比分别达到 64.16%、93.17%，之后的 4 个月国产片票房占比也都达到了 34% 以上。

整体来看，2018 年上半年的国产片票房占比为 59.21%，较 2017 年上半年提升 20.47pct，所获票房较 2017 年上半年同增 80%，达到 189.65 亿元（含服务费）。上半年有众多国产优秀作品表现优秀，包括《红海行动》、《唐人街探案 2》、《捉妖记 2》等，分别斩获 36.49 亿元、33.97 亿元和 22.37 亿元。相比之下，2017 年上半年表现较好的国产片《功夫瑜伽》、《西游伏妖篇》、《乘风破浪》等则分别仅有 17.53 亿元、16.56 亿元、10.49 亿元。国产片的票房空间到达又一个高度。

我们认为上半年国产片的优异表现，主要源自国产片内容质量的持续提升。自 2016 年国内电影票房滞涨之后，业界对于国产片电影质量进行的反思，成果在 2017 年开始持续释放，并延续到今年。我们分别统计了 2015 年-2017 年以及 2018 年 1-6 月票房 Top15 的国产片，统计其豆瓣及猫眼的平均评分，发现自 2016 年以后评分总体上呈现出上行态势，显示出国产片质量近年来的稳步提升。

图表3： 2015年-2018年票房 Top15 的国产片评分

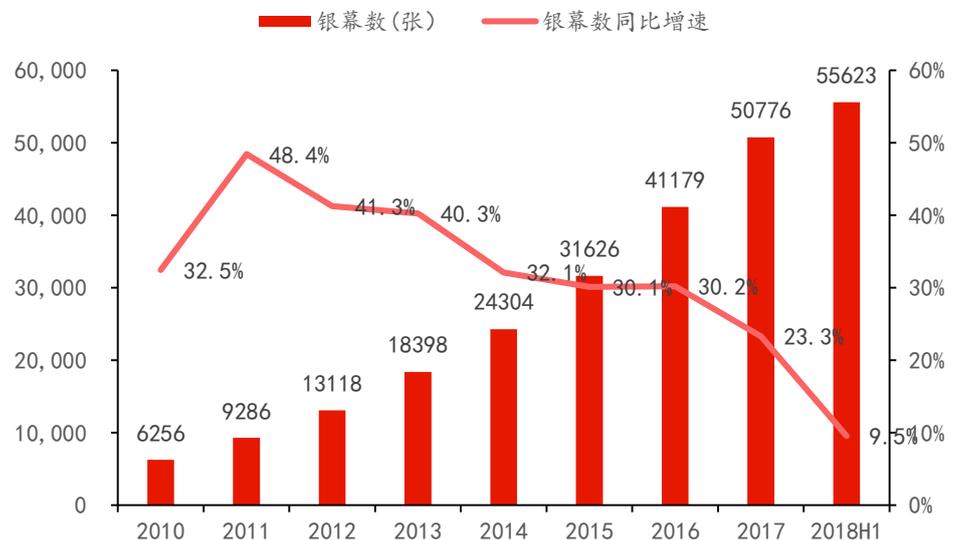
2015年	猫眼	豆瓣	2016年	猫眼	豆瓣	2017年	猫眼	豆瓣	2018年	猫眼	豆瓣
捉妖记	9.1	6.8	美人鱼	9	6.8	战狼2	9.7	7.3	红海行动	9.5	8.4
寻龙诀	9.1	7.5	三打白骨精	7.7	5.6	羞羞的铁拳	9.1	7.2	唐人街探案2	9.1	6.7
港囧	8.4	5.6	湄公河行动	9.3	8	功夫瑜伽	8.4	5	捉妖记2	8.1	5
夏洛特烦恼	9.3	7.4	长城	8.4	4.9	西游伏妖篇	7.7	5.6	我不是药神	9.7	9
煎饼侠	8.5	6	澳门风云3	6.9	3.9	芳华	9.1	7.8	后来的我们	8.3	5.9
澳门风云2	8.7	5.5	盗墓笔记	8	4.7	乘风破浪	8.7	6.8	超时空同居	8.7	7.1
大圣归来	9.3	8.2	功夫熊猫3	9	7.7	大闹天竺	7.4	3.8	无问西东	8.6	7.6
老炮儿	9.1	7.9	绝地逃亡	8.5	5.5	悟空传	7.6	5.1	西游记女儿国	7.7	4.4
唐人街探案	9	7.4	从你的全世界路过	8.6	5.3	追龙	9	7.5	熊出没变形记	9.1	6.8
天将雄狮	8.3	5.9	北京遇上西雅图2	8.5	6.5	英伦对决	8.4	7.2	厉害了我们的国	9.6	-
狼图腾	8.3	6.9	叶问3	8.4	6.3	三生三世十里桃花	7.1	4	动物世界	8.5	7.3
九层妖塔	5.7	4.2	铁道飞虎	8.5	5.2	杀破狼贪狼	8.5	7.2	幕后玩家	8.3	5.7
恶棍天使	8	4	寒战2	8.6	6.9	熊出没奇幻空间	9.1	6.4	南极之恋	9	6.7
杀破狼2	9	7.3	情圣	8.6	6.1	妖猫传	7.4	6.9	猛虫过江	7.9	3.7
战狼	9.3	6.8	使徒行者	8.8	6.7	缝纫机乐队	9.3	7	祖宗十九代	7.6	4.3
平均	8.61	6.49	平均	8.45	6.01	平均	8.43	6.32	平均	8.65	6.33

资料来源：猫眼专业版、豆瓣、华泰证券研究所

银幕数量快速增长，影投公司仍重点布局三线及以下城市

2018年上半年银幕建设依然保持高速。根据国家电影局公布的数据，截至2018年6月底，中国内地银幕总数达到55,623张，位居世界第一。2017年底的银幕数量为50,776张，半年内增加4,847张，增长约9.5%。2017年6月底，我国银幕约为4.5万块，2018年6月底同比增长约23%。

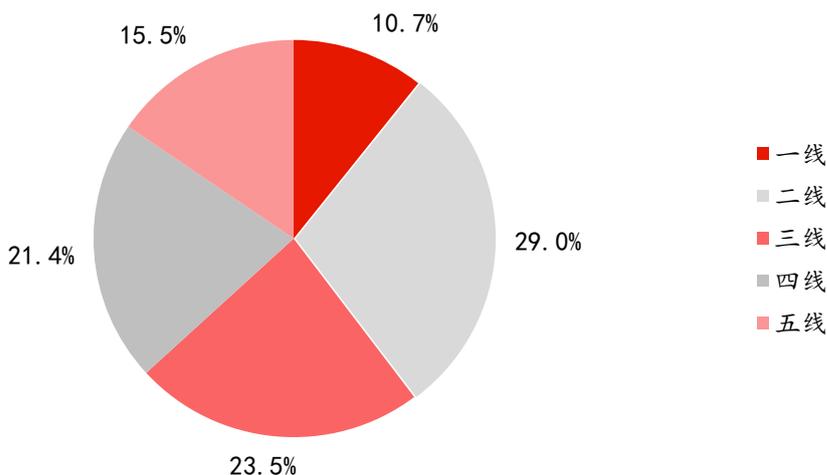
图表4： 2010年-2018年H1 银幕数量及增速一览



资料来源：国家电影事业发展专项资金管理委员会办公室、国家电影局、华泰证券研究所

由于一线城市影院的相对饱和，新建设银幕多集中在非一线城市，影投公司纷纷瞄准下沉流量。根据艺恩数据，2018年Q1三线及以下城市新增银幕占比合计为60%，显示出影投公司的主要注意力仍在三线及以下城市，渠道依然在持续下沉。

图表5： 2018年Q1新增银幕分布：三线及以下新增银幕占比达60%

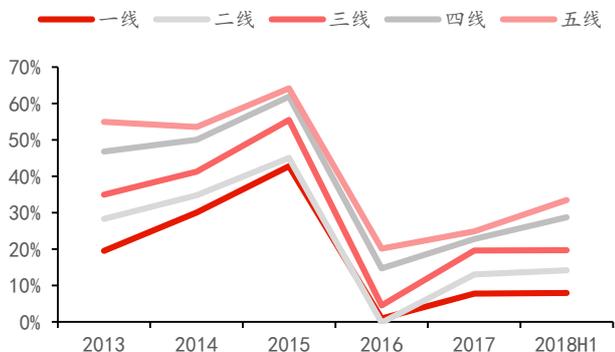


资料来源：艺恩、华泰证券研究所

从票房到人次，三线及以下城市表现突出

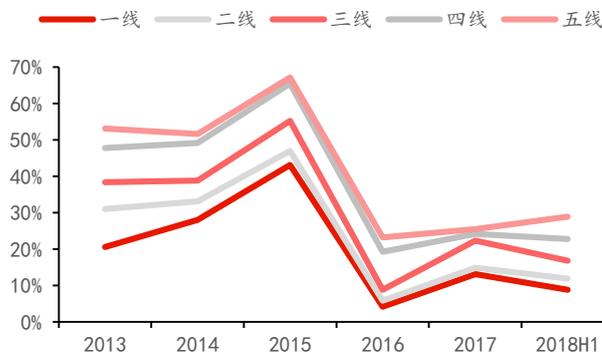
近年来，伴随着三线及以下城市消费升级、观众观影习惯的逐渐养成、银幕扩张和内容质量的提升，三线及以下城市票房快速增长。2018年上半年此趋势依然持续。2018年上半年，三、四、五线城市票房增速分别达到19.68%、28.68%和33.47%，明显高于全国平均增速17.83%。在观影人次方面，2018年上半年三、四、五线城市增速分别达到16.77%、22.75%和28.85%，高于全国平均增速15.36%。

图表6： 2013-2018H1年三线及以下城市票房增速高于一二线城市



资料来源：艺恩、华泰证券研究所

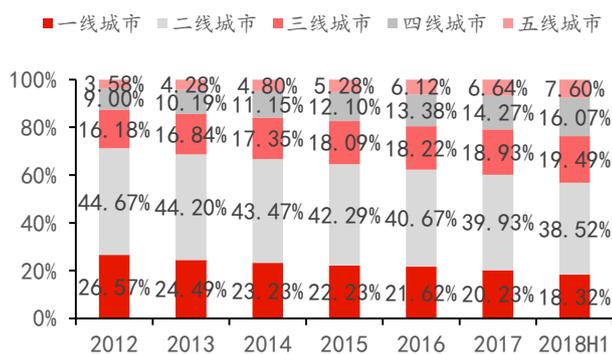
图表7： 2013-2018H1三线及以下观影人次增速高于一二线城市



资料来源：艺恩、华泰证券研究所

随着银幕和观影人次的下沉，三线及以下城市成为票房主力。三线及以下城市票房与观影人次占比逐年攀升，2012年三线及以下城市票房贡献占比为28.76%，2018年上半年三四五线城市票房占比43.16%；在观影人次方面，三线及以下城市占全国观影人次比例为由2012年的31.94%提升至2018年上半年的45.06%。我们认为，随着三四五线城市观众消费水平的不断提升，三四五线城市在中国电影市场的重要性将愈发提升。

图表8： 2018年H1三四五线城市票房合计占比43%，较2012年提升14pct



资料来源：艺恩、华泰证券研究所

图表9： 2018年H1三四五线观影人次合计占比45%，较2012年提升13pct



资料来源：艺恩、华泰证券研究所

院线前十集中度略有提升，影投前十集中度降低

2018年上半年前十大院线占总体票房比为68.54%，较2017年集中度略有提升。上半年万达院线票房收入依然稳居国内院线第一，前十大院线与过去几年相比未发生较大变化。大地院线市占率提升明显，为1.3pct。万达院线、横店院线、华夏联合、幸福蓝海的市占率也略有提升。而金逸院线从2014年-2018H1市占率持续降低，从2014年的7.0%降至2018H1的4.9%。

图表10： 2014年至2018年H1 Top10院线

2014年		2015年		2016年		2017年		2018H	
院线名称	票房占比	院线名称	票房占比	院线名称	票房占比	院线名称	票房占比	院线名称	票房占比
万达电影	14.2%	万达电影	13.3%	万达电影	13.4%	万达院线	13.1%	万达院线	13.3%
中影星美	8.3%	中影星美	8.5%	大地院线	8.1%	大地院线	8.6%	大地院线	9.9%
大地院线	7.9%	大地院线	7.9%	上海联合	7.8%	上海联合	8.0%	上海联合	7.7%
上海联合	7.5%	上海联合	6.9%	中影星美	7.6%	中影南方	7.3%	中影数字	7.4%
广州金逸	7.0%	中影南方	6.7%	中影南方	7.1%	中影数字	7.2%	中影南方	7.3%
中影南方	6.7%	广州金逸	6.5%	中影数字	6.5%	中影星美	7.1%	中影星美	6.8%
浙江时代	4.0%	中影数字	4.8%	广州金逸	6.1%	广州金逸	5.4%	广州金逸	4.9%
中影数字	3.7%	浙江横店	4.5%	浙江横店	4.5%	浙江横店	4.3%	浙江横店	4.4%
浙江横店	3.6%	浙江时代	3.5%	浙江时代	3.2%	华夏联合	3.4%	华夏联合	3.5%
北京新影联	3.4%	幸福蓝海	3.1%	华夏联合	3.2%	幸福蓝海	3.2%	幸福蓝海	3.3%
Top10 占比	66.30%	65.70%	67.50%	67.63%	68.54%				

资料来源：国家电影事业发展专项资金管理委员会办公室、华泰证券研究所

由于前十大院线大多已上市，包括万达电影、中国电影（中影星美、中影南方、中影数字）、上海电影（上海联合）、金逸影视、横店影视、大地院线等。相较于排名后列的院线拥有融资优势。我们认为院线在电影产业链中的议价权强弱将因为掌握的终端放映渠道强弱而改变，大资本进场将为大院线兼并收购影院提供充足的资金支持，实现行业集中度和整体运营效率的提升。对比北美市场，根据彭博数据，2017年北美3条主流院线占据约50%左右的市场份额，我国院线整合空间充足；同时末位院线面临运营成本较高、盈利模式单一的问题，被整合是更好的选择。通过整合做大做强，凭强大的上下游议价能力降低分账成本、扩大卖品和广告收入，从而提高影院投资的收益率。我们预计国内院线的并购整合将成为未来的主要趋势，行业集中度将持续提升。

影投方面，2018年上半年前十大影投票房集中度为38.97%。与院线行业有所不同，影投公司市场集中度在持续下降。我们认为这主要是因为全国近年来的银幕扩张速度持续维持在高位，各路资金持续涌入市场投资建设银幕，市场较为分散，单家影投公司受制于资金因素，银幕扩张速度难以与全国平均速度相匹配。短期内，市场仍将呈现激烈的竞争格局，长远来看，随着单银幕产出下降对于盈利能力的进一步挤压，资金实力弱、扩张速度慢、非票房业务盈利能力弱的影投公司市场份额将被稀释，将有被迫退出市场的压力。

图表11: 2014年-2018年H1十大影投公司

2014年		2015年		2016年		2017年		2018H1	
院线名称	票房占比	院线名称	票房占比	院线名称	票房占比	院线名称	票房占比	院线名称	票房占比
万达	16.15%	万达	15.47%	万达	14.49%	万达	13.67%	万达	13.58%
大地	7.87%	大地	7.48%	大地	7.10%	大地	6.59%	大地	6.03%
金逸	5.58%	金逸	4.63%	横店	4.06%	横店	3.82%	横店	3.81%
中影	3.96%	星美	4.46%	金逸	3.78%	星美	3.28%	星美	2.83%
星美	3.87%	横店	4.12%	中影	3.60%	金逸	3.14%	中影	2.78%
横店	3.30%	中影	3.94%	星美	3.60%	中影	3.05%	CGV	2.71%
太平洋影管	2.49%	CGV	2.37%	CGV	2.97%	CGV	2.89%	金逸	2.62%
UME	2.47%	太平洋影管	2.29%	太平洋影管	2.01%	太平洋影管	1.84%	太平洋影管	1.67%
CGV	1.97%	保利	1.91%	保利	1.77%	耀莱	1.75%	耀莱	1.48%
河南文化	1.88%	UME	1.87%	耀莱	1.66%	保利	1.59%	香港百老汇	1.47%
Top10占比	49.54%		48.54%		45.04%		41.62%		38.97%

资料来源: 艺恩、华泰证券研究所

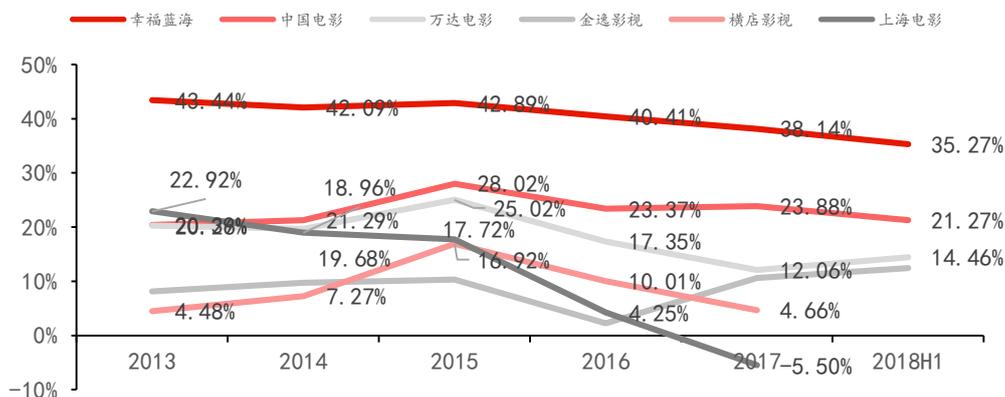
放映业务横向对比：总体上万达、中影、上影较为优秀

毛利率：大多呈下滑态势，银幕扩张较慢的金逸院线近年来缓慢上行

从放映业务毛利率来看，除金逸院线之外，大多院线公司的毛利率近年来都呈下滑态势，这与全国银幕的持续高增长相关。金逸院线放映业务毛利率总体上呈缓慢上行态势，我们认为这与其较稳健的银幕扩张节奏有关，其银幕增速位于各大院线中相对靠后（参见图12）。幸福蓝海的放映毛利率显著高于同行，是由于核算方法不同。根据幸福蓝海招股说明书披露，幸福蓝海将租金等可变成本和职工薪酬、折旧摊销及低值易耗品摊销等固定成本放在销售费用中核算，而同业公司基本在主营业务成本中进行核算。公司认为，影城的租金、职工薪酬、折旧摊销等虽然是影城经营所必须支出的成本费用，但与影城所取得的放映收入不具有紧密的配比关系。因此相比同业公司的核算办法，幸福蓝海影城放映业务成本金额较低，相应放映业务毛利率更高，但是当期利润不受影响。

不考虑幸福蓝海，各院线公司中放映业务毛利率最高的为中国电影，其次是万达电影；横店影视由于主要布局在三四线城市，单银幕产出相对较低，放映毛利率也处于中游位置；上海电影2017年的毛利率为负数，主要是应审计师要求对统计口径进行了调整，并不是其放映业务的真实体现。

图表12：2013年至2018年H1各院线公司放映业务毛利率一览



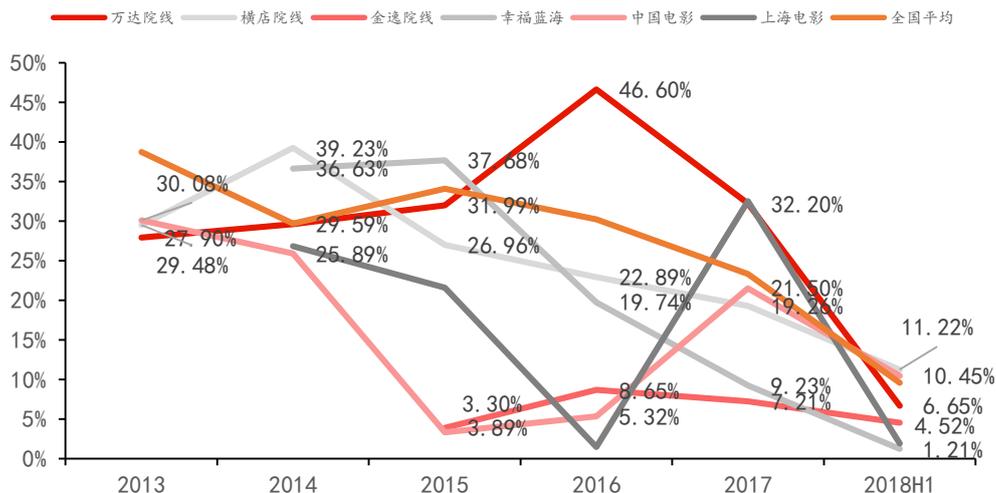
资料来源:Wind、华泰证券研究所

注:横店影视、上海电影2018年中报未披露放映业务毛利率

银幕增速：万达院线领先同行，金逸院线相对靠后

银幕增速方面，万达院线的银幕增速近年来总体上高于全国；横店院线和幸福蓝海的银幕增速近年来有所下滑，自2016年后低于全国增速；中国电影银幕增速自2015年之后有所提升；金逸院线银幕增速自2015年-2018H1在各大院线中整体相对靠后。

图表13： 2013年至2018年H1各院线公司直营银幕增速一览



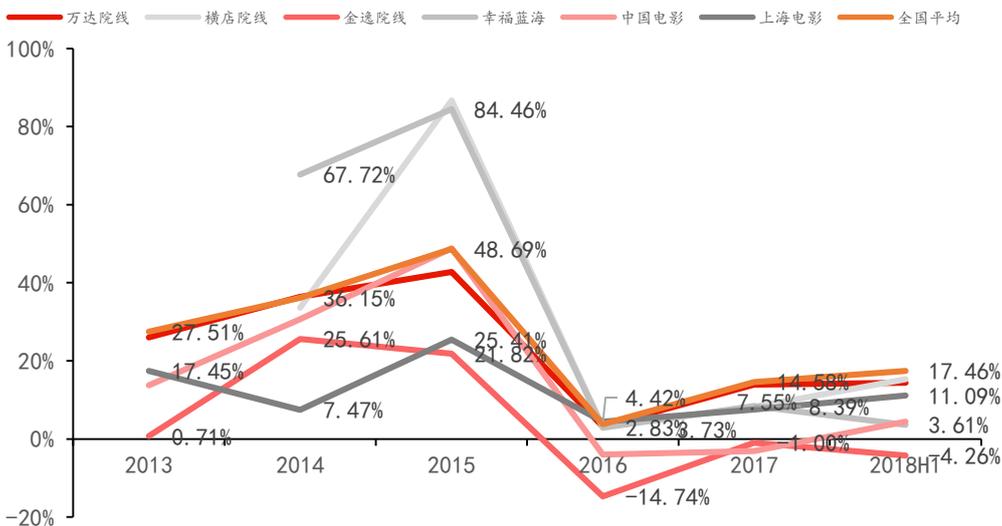
资料来源:Wind、华泰证券研究所

注: 1、金逸院线未披露2013年-2014年直营银幕数量; 幸福蓝海、上海电影未披露2013年直营银幕数量; 2、上图2018年H1增速是指相较于2017年年底的银幕数量

票房增速：走势与全国基本一致，但总体上低于全国平均

票房增速方面，各大院线票房增速曲线走势总体上与全国票房增速曲线走势基本一致，2016年以来大多数时段都要低于全国票房增速，我们认为这是由于近年来全国的银幕扩张速度持续维持在高位，各路资金持续涌入市场投资建设银幕，市场较为分散，单家影投公司受制于资金因素，银幕扩张速度难以与全国平均速度相匹配，票房增速从而也难以匹敌全国平均增速，与上文提及的影投公司票房集中度持续下降的逻辑一致。

图表14： 2013年至2018年H1各院线公司票房增速一览



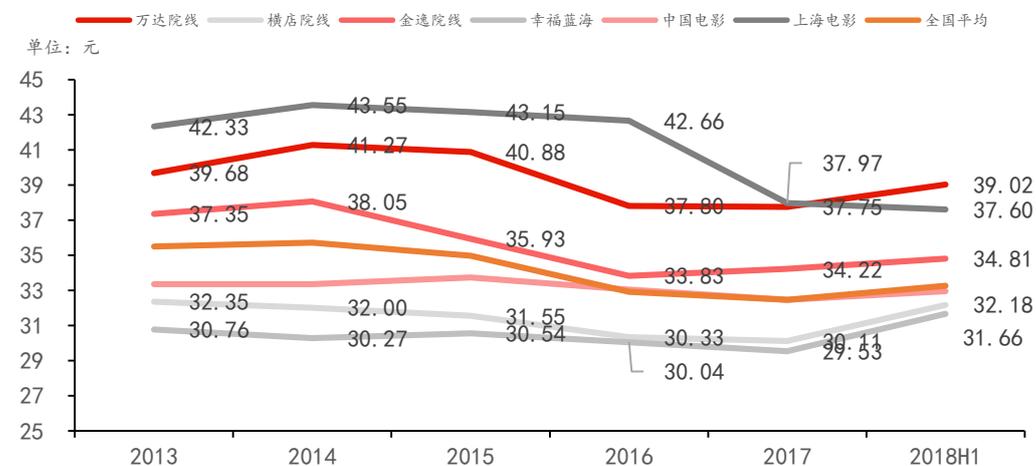
资料来源:Wind、华泰证券研究所

平均票价：万达院线、上海电影和金逸院线处于较高水平

自2013年至今，万达院线、上海电影、金逸院线的平均票价始终高于全国平均，其中上海电影的平均票价总体上最高，但在2017年以来下滑较为明显；中国电影、幸福蓝海、横店院线的平均票价基本上都要低于全国平均。2016年以来中国电影的平均票价与全国平均票价的差距逐渐缩小并渐趋一致。除上海电影外，其他院线的平均票价2018年H1均有上扬，其中幸福蓝海和横店院线的上扬尤为明显。

上海电影的平均票价 2017 年以来有所下滑，我们推测主要是因为当年新开影院较多，银幕增幅为近年来最高，达到 32.20%，而新开的影院进行促销活动，在一定时期内降低了票价。

图表15： 2013年至2018年H1各院线公司平均票价一览

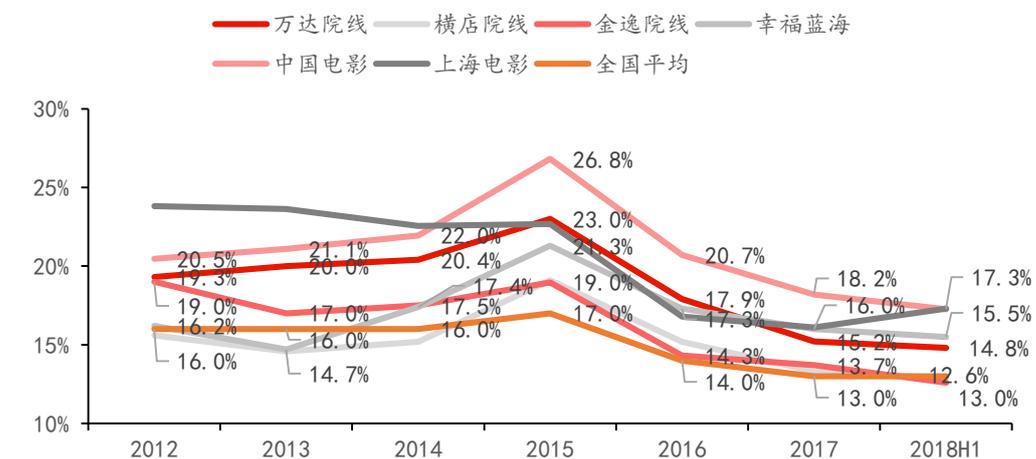


资料来源:艺恩、华泰证券研究所

上座率：中国电影领先同行，上海电影 2018 年 H1 逆势提升

总体上各院线上座率在 2015 年到达高峰之后均有所下滑，这主要体现出全国银幕建设带来的影响。其中，中国电影和上海电影的上座率位于行业领先水平，值得一提的是，上海电影是唯一一家 2018 年 H1 上座率要高于 2017 年全年的院线，显示出公司的经营能力领先于同行。

图表16： 2012年至2018年H1各院线公司上座率一览

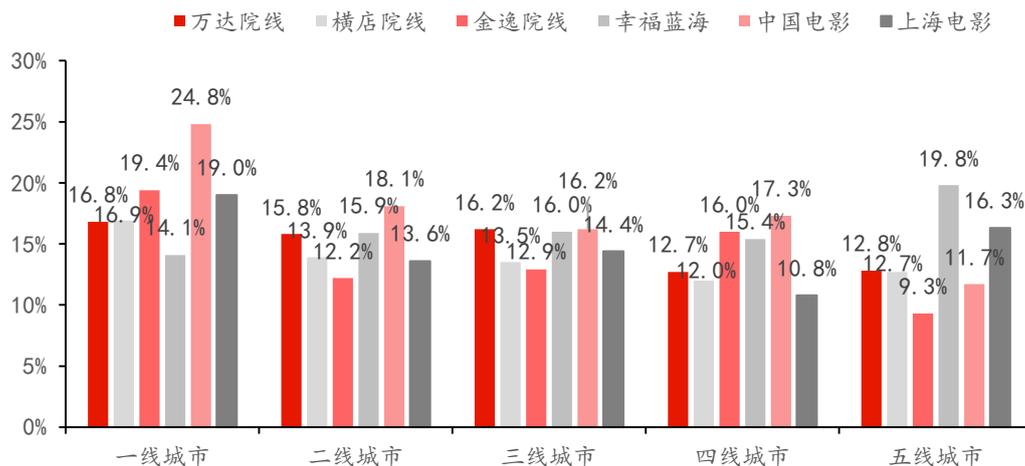


资料来源:艺恩、华泰证券研究所

分线城市来看，各院线各线城市的上座率分布也有所不同：2017 年中国电影在一、二、四线城市的上座率表现都较好，均领先于同行；除了在三线城市领先以外，万达院线在各线城市的上座率均处于中游水平；扎根于三四线城市的横店影视，在三四线城市的上座率反而表现一般。

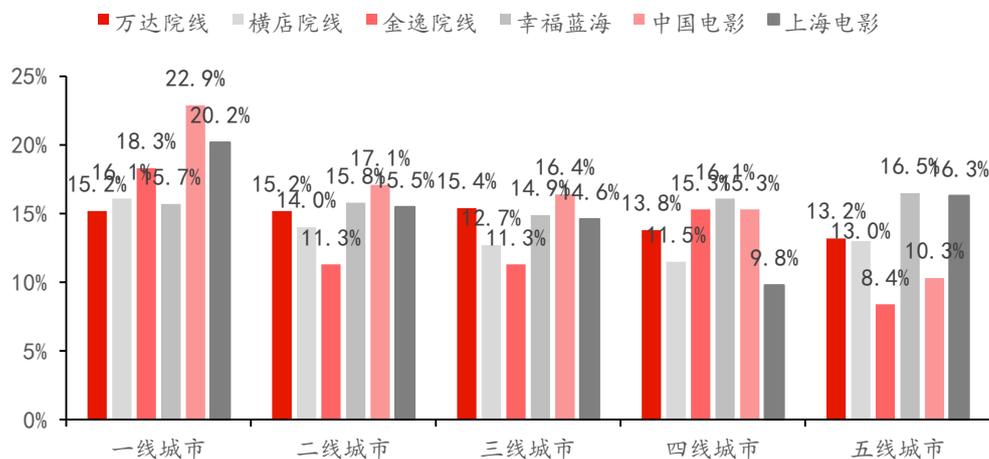
总体来看，上座率从一线到五线城市大体上呈现出递减的趋势，反映出观众观影习惯的差距。

图表17： 2017年各院线在各线城市的上座率一览



资料来源:艺恩、华泰证券研究所

图表18： 2018年H1各院线在各线城市的上座率一览

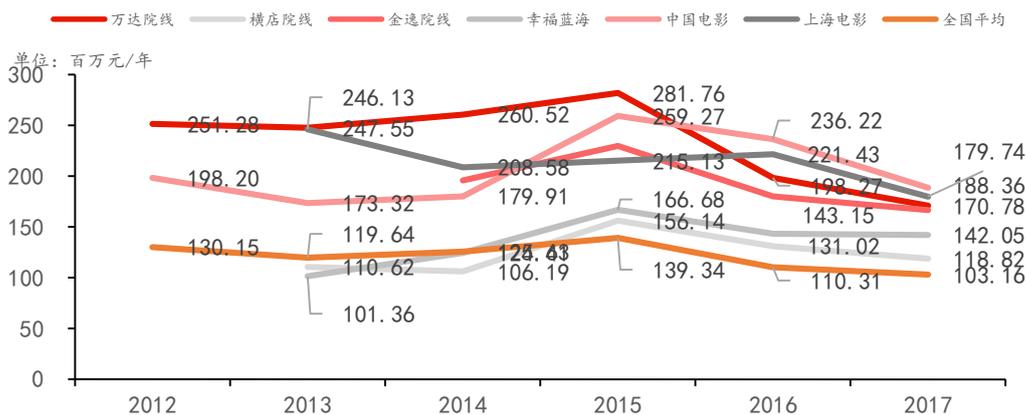


资料来源:艺恩、华泰证券研究所

单银幕产出：中国电影、万达院线领先明显，但均总体呈下滑态势

单银幕产出方面，中国电影、万达院线、上海电影领先优势较为明显。各院线公司近年来的单银幕产出总体上均呈现下滑趋势。其中万达院线下滑速度较快，幸福蓝海下滑较为平缓。

图表19： 2012年至2017年各院线公司单银幕产出一览



注：2018年H1为半年数据，故未列至上图中

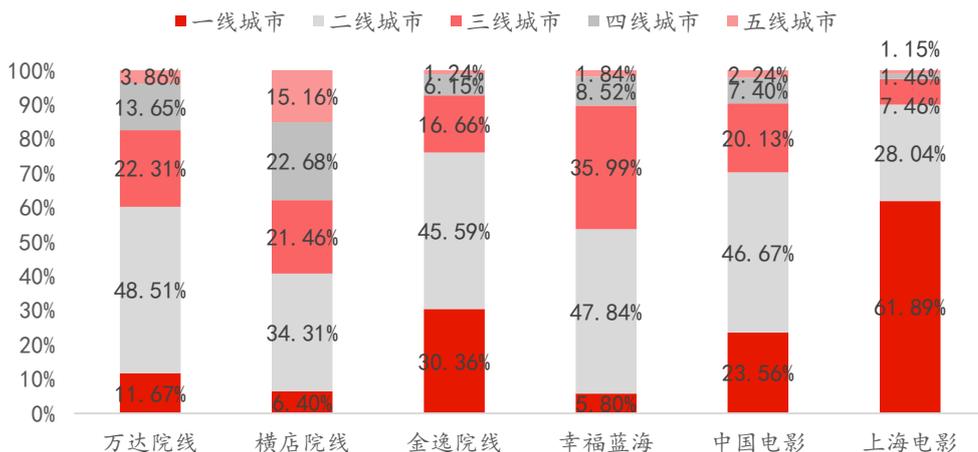
资料来源：艺恩、华泰证券研究所

我们从上座率以及平均票价方面来分析影响单银幕产出的因素。综合上座率方面，中国电影与上海电影位居前两名，因此虽然中国电影的平均票价相对处于中游，但由于上座率较高，单银幕产出依然处于行业领先水平；万达院线、上海电影的平均票价则相对较高，为其较高的单银幕产出提供了保证。由此可以看出，要提升单银幕产出，至少需要在上座率和平均票价两要素中其一上表现优秀。

票房分城市分布：各院线的票房分布差异明显，体现出各自不同的战略

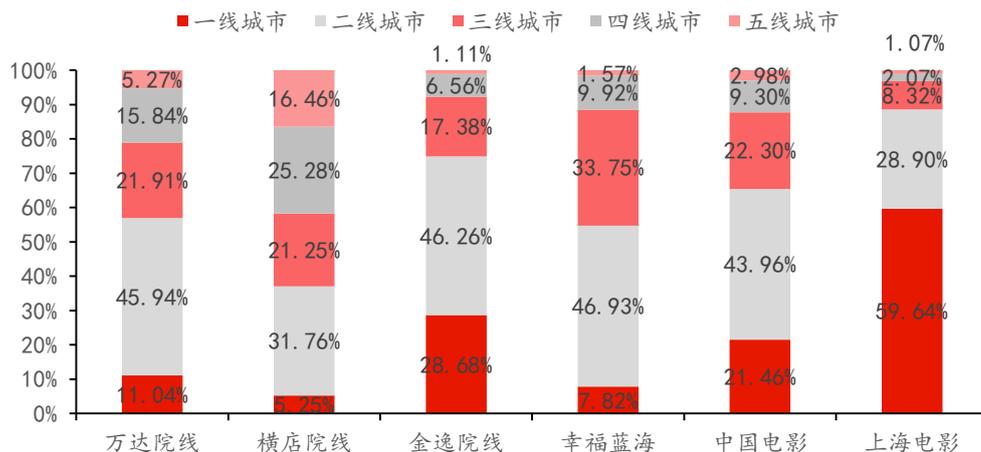
我们根据艺恩的票房数据统计了各院线各线城市票房分布。目前，票房分布差异较为明显：上海电影以一线城市为主，中国电影和金逸院线则是以一二线城市为主，幸福蓝海主要分布在二三线城市，而横店院线则是重点分布在三线以下城市，万达院线近年来的新建影院逐渐下沉，在全国各线城市均有布局，票房分布以二三线城市为主干，各线城市之间分布较为均衡。

图表20： 2017年各院线的票房分城市分布



资料来源：艺恩、华泰证券研究所

图表21： 2018 年 H1 各院线的票房分城市分布



资料来源:艺恩、华泰证券研究所

纵向对比来看不同院线票房分布的发展趋势，我们汇总了 2017 年和 2018 年上半年的数据后发现：2018 年上半年万达院线四、五线城市的票房占比有所提升，显示出其渠道的持续下沉所带来的影响；横店院线四、五线城市票房占比也持续提升，公司一直执行的是发展三线及以下城市市场的战略；金逸院线二、三线城市占比提升，整体票房分布相对更为均衡；幸福蓝海一线城市票房占比提升；中国电影的票房分布更为下沉，三、四、五线城市票房占比均有所提升；上海电影票房分布更为均衡，一线城市票房占比有所下降，三、四线城市票房占比提升。

放映业务纵向对比：单银幕产出持续下降，2018年上半年票价上升

万达院线：单银幕产出领先，但近年银幕高速扩张，使得产出下滑较快

根据公司2018年中报，截至2018H1，万达院线拥有已开业直营影院552家，4,872块银幕，其中国内影城497家、4,409块银幕，境外影院55家、463块银幕。2018H1国内新增影城34家，银幕275块。截止2018H1公司已累计签约发展项目超140个，未来项目储备充足。

银幕增速方面，公司保持着较高的银幕扩张速度，2016和2017年的增速高于全国平均增速，2018年上半年的增速则略低于全国平均增速。根据公司2016年和2017年年报，2016、2017年万达院线国内新增银幕分别为994块、1,007块，增速分别达到46.60%、32.20%，而2016年、2017年全国银幕增速分别为30.20%、23.31%；至2018年上半年末，万达院线银幕较2017年底增速约为6.65%，全国银幕增速约为9.5%。

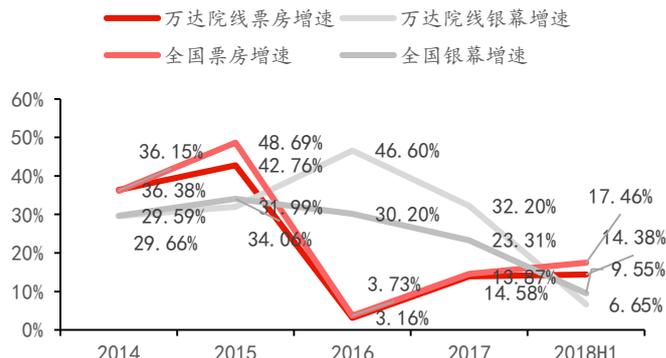
根据公司2017年年报披露的2018年投资计划，2018年将新增100家影城，根据过去几年万达单个影院的平均银幕数量，我们假设每家影城平均7张银幕，则新增约700张银幕，在2017年底国内银幕4,134张的基础上增长约17%（根据2018年中报和2017年年报，2018年上半年国外银幕新增26张，在此我们忽略不计），依然保持较高的速度。

图表22：2012-2018H1年万达院线国内票房与国内银幕数量一览



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表23：万达院线票房增速与全国接近，2018年H1银幕增速低于全国



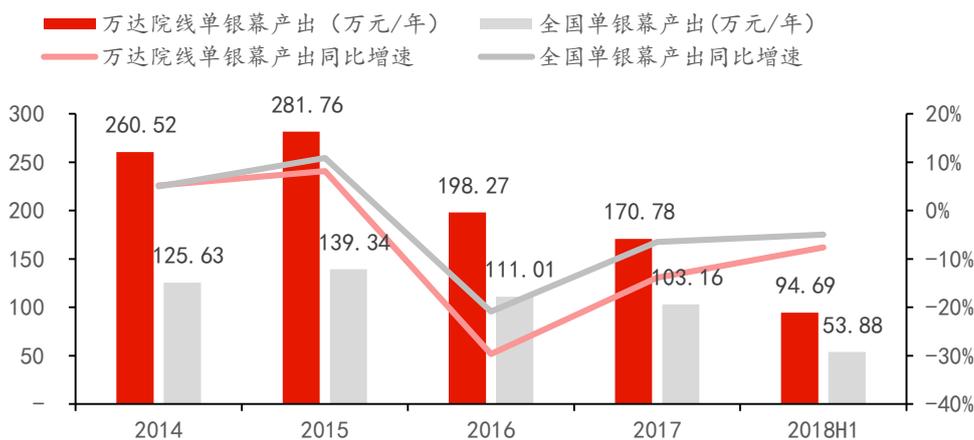
资料来源：公司公告、国家电影局、华泰证券研究所

注：上图2018年H1增速是指相较于2017年年底的银幕数量

票房增速方面，2012-2017年，万达院线票房增速与全国票房增速总体上大致相近。从右侧图可以看出，万达院线票房增速与全国票房增速的走势曲线在2013年以后总体上是趋同的。

单银幕产出方面，2014年-2015年万达院线的单银幕产出约为全国平均水平的两倍，近年来有所下滑，这与全国的趋势相同，但其总体上较高的单银幕产出反映了其较强的运营管理能力。与此同时，由于万达院线银幕扩张速度近年来高于全国，导致2016、2017年单银幕产出降幅高于全国。于2018年上半年的万达院线的银幕增速低于全国，因此2018年上半年万达院线单银幕产出的降幅有所收窄。

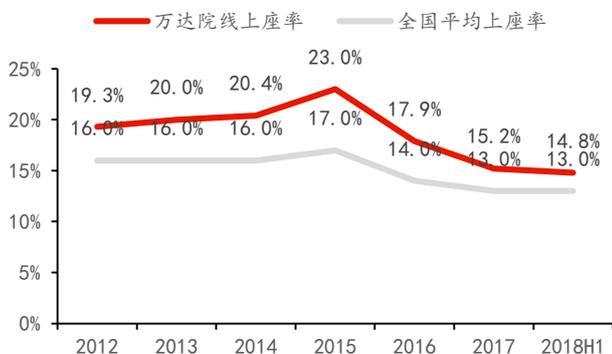
图表24： 万达院线单银幕产出较高，但近年来降幅较快



资料来源：公司公告、国家电影局、华泰证券研究所

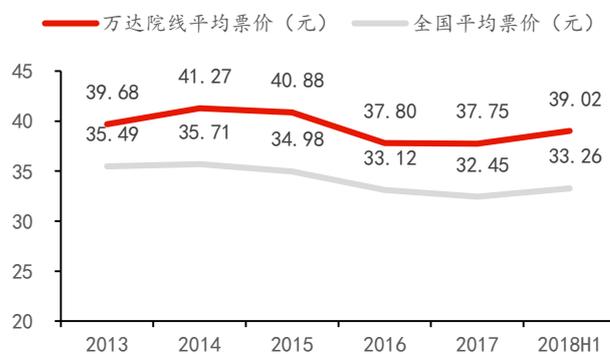
具体拆解影响单银幕产出的因素来看，万达院线单银幕产出高于全国的原因在于上座率与平均票价均高于全国。上座率方面，万达院线始终高于全国平均，但自 2015 年来下降较快，领先全国平均的优势缩小，这一方面是由于全国较高的银幕增速带来的摊薄效应，另一方面也与公司新增银幕向四五线城市渠道的下沉有关。平均票价方面，万达院线近年来的票价始终要高于全国平均 5-6 元左右。两者在 2018 年上半年均呈现出小幅上扬态势，我们认为这主要由于上映电影质量较高，观众的观影需求相对更为刚性，带动了票价的上扬。

图表25： 万达院线上座率自 2015 年持续下降，但始终高于全国平均



资料来源：艺恩、华泰证券研究所

图表26： 万达院线平均票价近年来始终高于全国平均 5-6 元左右



资料来源：公司公告、国家电影局、华泰证券研究所

横店院线：受益于渠道下沉和国产片的优质表现，票房增速近年持续提升
根据公司中报，截至 2018 年 H1，横店院线旗下共拥有 374 家已开业影院，银幕 2,310 块，其中资产联结型影院 296 家，银幕 1,873 块，资产联结型影院的银幕相较 2017 年末新增 189 块。银幕增速方面，横店院线 2015-2017 年银幕增速一直低于全国平均增速，但 2018 年上半年的银幕增速要高于全国。横店院线 2018 年上半年末较 2017 年末的银幕增速约为 11.22%，全国平均增速约为 9.5% 左右。

票房增速方面，2017年-2018年H1横店院线均低于全国增速，但在2018H1与全国增速的差距缩小，我们认为主要由于2018年上半年国产片票房表现优异，而三线及以下城市对国产片票房的贡献更大，横店院线的影城大多分布在三四线城市，更受益于国产片的优异表现。

我们统计了2015年-2018年6月各时间段中票房排名前10电影的各线城市票房占比，发现在这四个时间段里，票房排名前10电影中的国产片的三线及以下城市票房占比均高于进口片。我们认为这说明三线及以下城市观众更青睐于国产片。

图表27：2015年至2018年H1国产片和进口片票房的分城市分布：三线及以下城市观众更青睐国产片

年份	一线	二线	三线	四线	五线	三线及以下城市加总
2015						
国产片	20.86%	42.04%	18.37%	13.03%	5.70%	37.10%
进口片	24.00%	42.90%	17.53%	10.70%	4.80%	33.03%
2016						
国产片	17.83%	38.68%	19.72%	16.23%	7.55%	43.50%
进口片	23.08%	42.03%	17.45%	12.03%	5.45%	34.93%
2017						
国产片	16.66%	38.50%	20.04%	16.84%	7.92%	44.80%
进口片	21.76%	41.14%	18.26%	12.74%	6.08%	37.08%
2018年1-6月						
国产片	15.12%	37.48%	20.42%	23.40%	8.77%	47.42%
进口片	22.43%	41.23%	17.98%	13.20%	5.85%	36.35%

资料来源：艺恩、华泰证券研究所

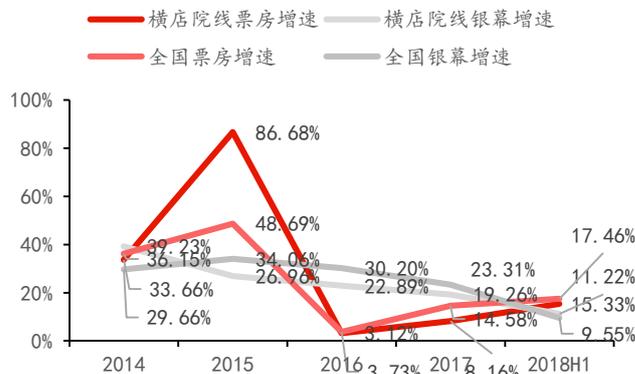
根据国家电影局数据，2018上半年国产片表现较为优秀，票房达到约189.65亿元，增速达到约80%，总票房占比达到59%，相较2017H1提升20pct。

图表28：2013-2018H1年横店院线直营票房与银幕数量一览



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表29：2016年来横店院线票房增速与全国平均增速的差距在缩窄

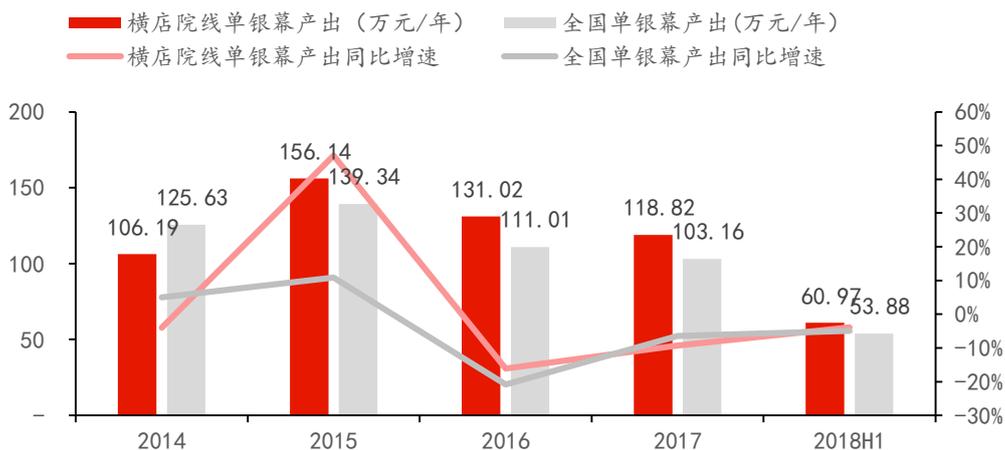


资料来源：公司公告、国家电影局、华泰证券研究所

注：上图2018年H1增速是指相较于2017年年底的银幕数量。

单银幕产出方面，横店院线2015年来一直高于全国平均水平，2017年单银幕产出为118.82万元/年，显示出公司较高的运营水平。但与此同时，在单银幕产出上，近来横店院线与全国平均基本保持同步，处于持续下滑态势中。

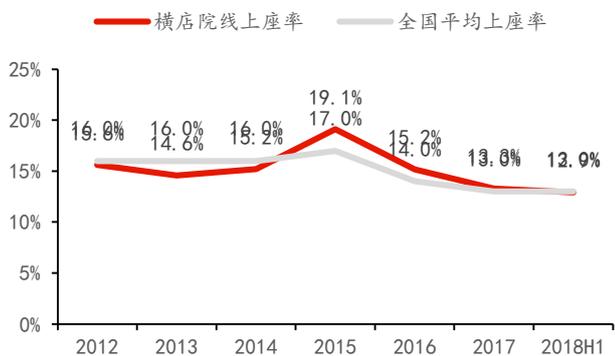
图表30：横店院线 2015 年以来单银幕产出一直高于全国，近年来其降幅与全国接近



资料来源：公司公告、国家电影局、华泰证券研究所

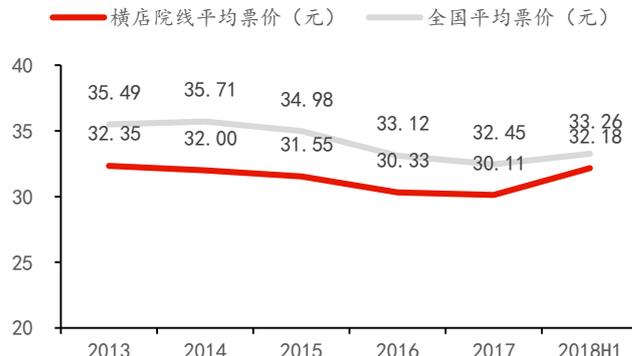
上座率方面，横店院线在 2015 年相较全国平均水平的优势最为明显，之后优势逐渐消失，至今已与全国平均上座率较为接近；平均票价方面，横店院线的票价始终低于全国，但自 2017 年以差距在逐渐收窄，其平均票价在逐渐向全国平均票价靠拢，我们认为这在一定程度上显示出国产片优质表现带来的三四线城市观影需求的旺盛。

图表31：横店院线上座率自 2015 年以后有所下滑，向全国平均靠拢



资料来源：艺恩、华泰证券研究所

图表32：横店院线平均票价一直低于全国，但自 2017 年以来差距收窄



资料来源：公司公告、国家电影局、华泰证券研究所

金逸院线：银幕增速显著低于全国，造成近年来票房增速为负

根据公司中报，截至 2018H1，金逸院线旗下共拥有 365 家已开业影院，银幕 2,222 块，其中直营影院 156 家，银幕 1,041 块。2018H1 公司新建 10 家直营影城，根据 2017 年年报中披露的 2018 年经营计划，2018 年全年将新增 40-50 家影城。

银幕增速方面，公司近年来银幕增速均显著低于全国银幕增速，扩张节奏较为稳健。2018 年上半年末较 2017 年末的银幕增速约为 4.52%，全国平均增速约为 9.5% 左右。

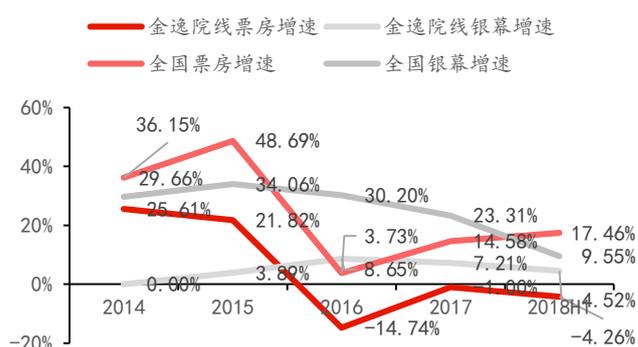
票房增速方面，金逸院线 2016 年-2018H1 票房收入均出现负增长，我们认为这主要是因为全国银幕增速持续高企，对存量银幕的营收带来摊薄效应，而公司银幕增速远低于全国平均增速，新增收入并不能有效对冲单银幕产出的下滑。

图表33: 2014-2018H1年金逸院线直营票房与银幕数量一览



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表34: 金逸院线2016年-2018H1直营影院票房收入均出现负增长

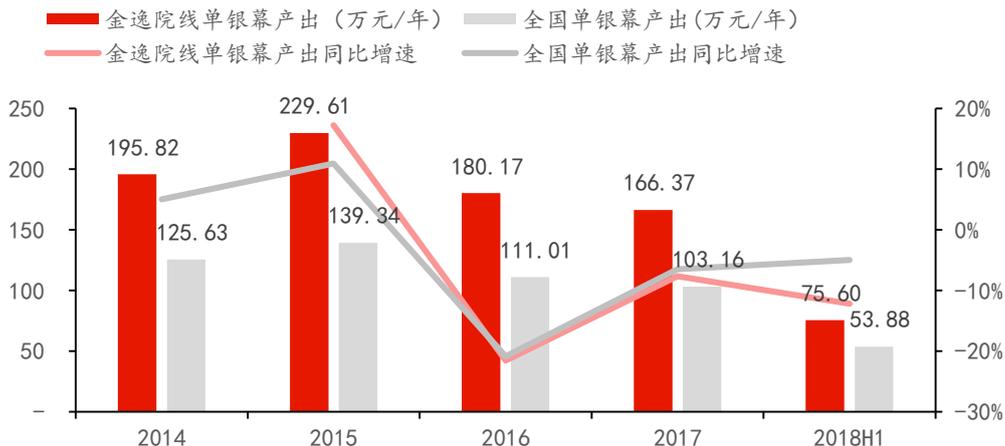


注: 上图2018年H1增速是指相较于2017年年底的银幕数量。

资料来源: 公司公告、国家电影局、华泰证券研究所

单银幕产出方面,金逸院线的运营水平较高,历年来都领先全国平均水平较多;2015-2017年单银幕产出下降速度与全国较为接近,但2018H1单银幕产出降幅明显高于全国,其原因与上文分析的票房收入负增长的原因一致。

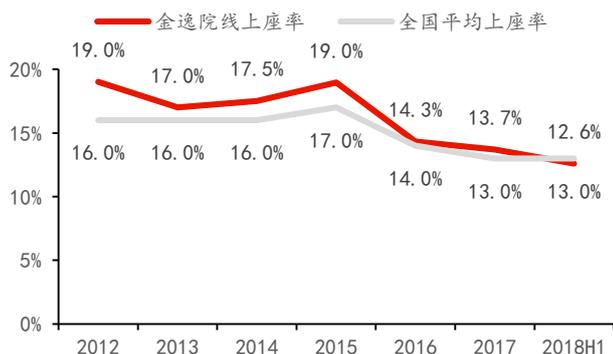
图表35: 2015-2017年金逸院线单银幕产出下降速度与全国较为接近,2018H1单银幕产出降幅明显高于全国



资料来源: 公司公告、国家电影局、华泰证券研究所

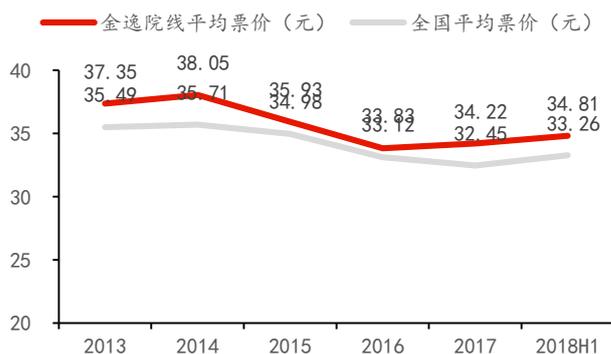
上座率方面,金逸院线2017年及之前的年份均高于全国平均水平,但2018H1上座率为12.6%,低于全国的平均水平13.0%。平均票价方面,金逸院线一直高于全国平均水平。

图表36: 2018H1,金逸院线上座率低于全国平均水平



资料来源: 艺恩、华泰证券研究所

图表37: 平均票价方面金逸院线一直高于全国平均



资料来源: 公司公告、国家电影局、华泰证券研究所

幸福蓝海：银幕扩张稳健，单银幕产出下滑速度慢于全国

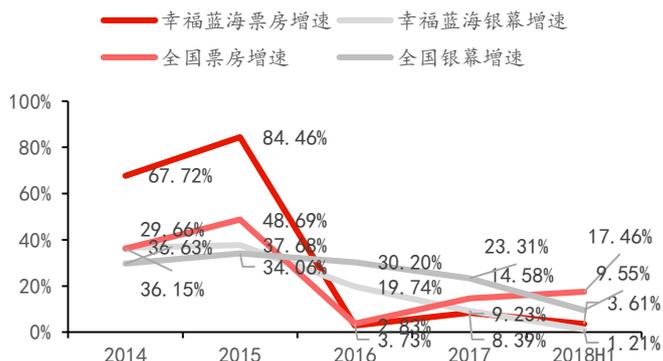
根据公司中报，截至2018H1，幸福蓝海院线直营影院共有71家，503块银幕。根据2017年年报的披露，2018年公司拟新建共计约12家影城，99张银幕。2017年以来，幸福蓝海票房及银幕增速均明显低于全国，2017年的票房增速和银幕增速分别为8.39%和9.23%，当年全国票房增速和银幕增速分别为14.58%（剔除服务费可比口径）和23.31%；2018年幸福蓝海的票房增速和银幕增速分别为3.61%和1.21%，全国票房增幅和银幕增速分别为17.5%和9.5%。

图表38：2012-2018H1年幸福蓝海票房与银幕数量一览



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表39：2017年以来，幸福蓝海票房及银幕增速均明显低于全国

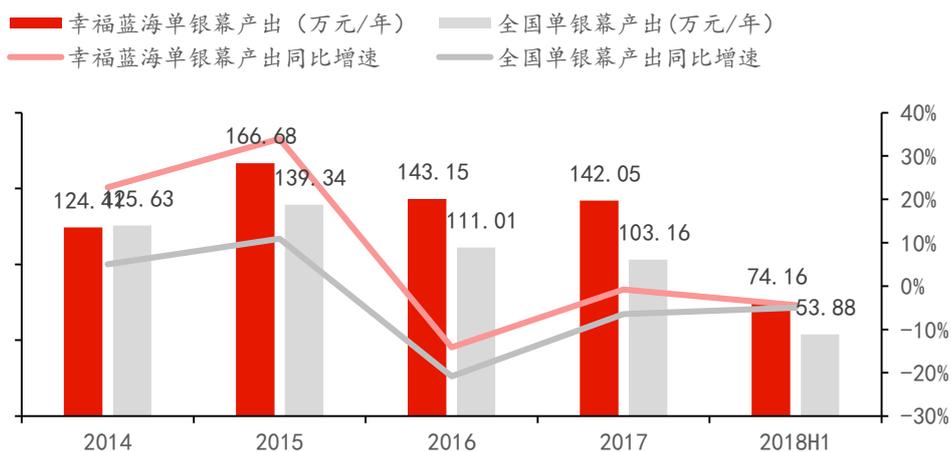


注：上图2018年H1增速是指相较于2017年年底的银幕数量。

资料来源：公司公告、国家电影局、华泰证券研究所

单银幕产出方面，幸福蓝海院线2015年以来始终高于全国平均水平，另一方面，幸福蓝海单银幕产出下滑速度始终慢于全国平均，我们认为这是由于其银幕扩张节奏较为稳健，其对影院的运营能力也相对较高。

图表40：幸福蓝海2015年以来的单银幕产出始终高于全国平均，下滑速度也要慢于全国

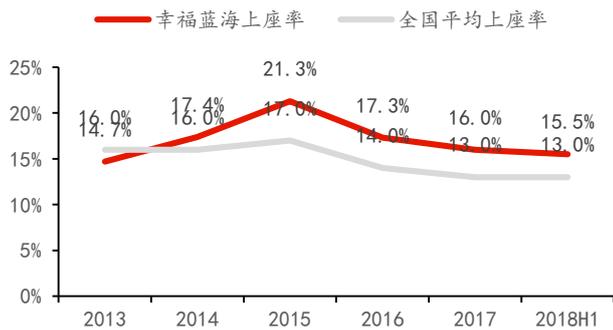


资料来源：公司公告、国家电影局、华泰证券研究所

上座率方面，2014年以来幸福蓝海明显高于全国平均水平，这主要是因为其直营影城以江苏省内为主，而根据中国电影发行与放映协会数据，2017年江苏省人均观影人次为3.0次/年，排在北京（4.1次/年）、上海（3.9次/年）、浙江（3.3次/年）之后，位列第4名，显示江苏省的观众已形成较好的观影习惯。

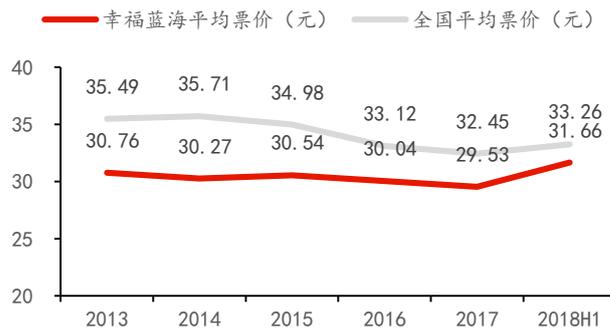
平均票价方面，幸福蓝海一直低于全国平均票价，但2018H1其平均票价上涨约2元，缩小了与全国平均水平的差距。

图表41: 自2014年以后,幸福蓝海上座率始终高于全国平均



资料来源: 艺恩、华泰证券研究所

图表42: 幸福蓝海平均票价一直低于全国平均, 2018年H1差距缩窄



资料来源: 公司公告、国家电影局、华泰证券研究所

中国电影: 单银幕产出较高, 票房增速自2016年以来持续提升

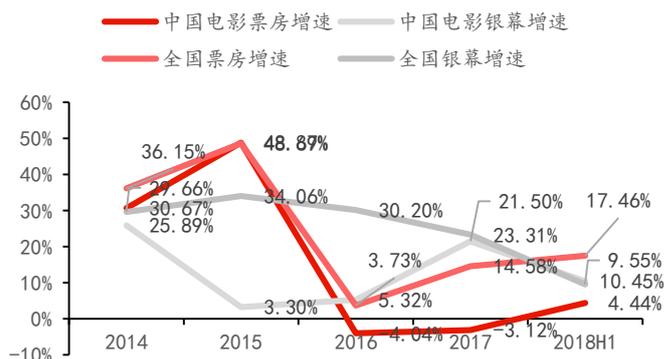
根据公司中报, 截至2018H1, 公司拥有自有影院合计128家, 银幕930块。票房及银幕增速方面, 中国电影大多低于全国平均(2018年H1末较2017年末的银幕增速为10.45%, 全国为9.5%)。2016年和2017年票房出现负增长, 但自2016年以来其票房增速持续提升。2018H1票房增速恢复正增长。

图表43: 2012-2018H1 中国电影票房及银幕数量一览



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表44: 中国电影票房及银幕增速基本上要低于全国平均

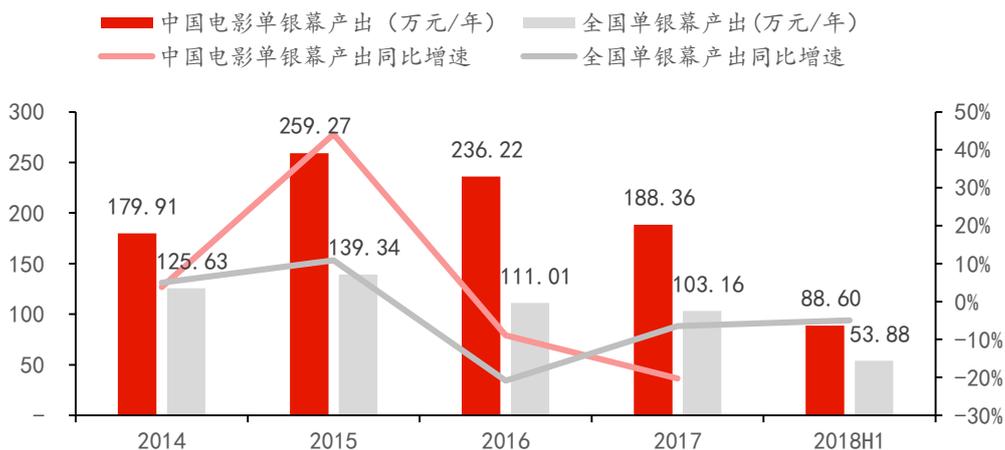


资料来源: 公司公告、国家电影局、华泰证券研究所

注: 上图2018年H1增速是指相较于2017年年底的银幕数量。

单银幕产出方面, 中国电影显示出较高的运营水平。2015年和2016年其单银幕产出均约为全国平均水平的两倍, 但2017年其单银幕产出下滑速度超过全国, 这是因为中国电影在2017年银幕增速明显高于以前年度, 银幕的加速扩张使得单银幕产出下滑速度加快。

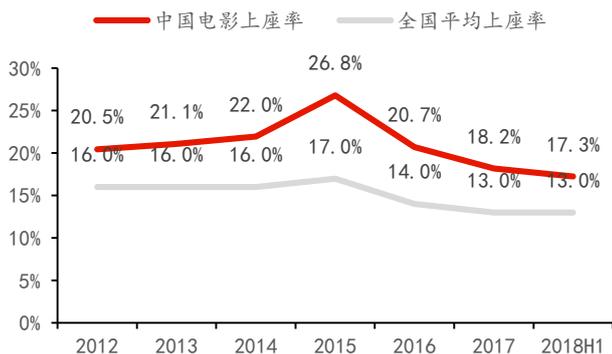
图表45： 中国电影的单银幕产出始终保持较高水平



资料来源：公司公告、国家电影局、华泰证券研究所

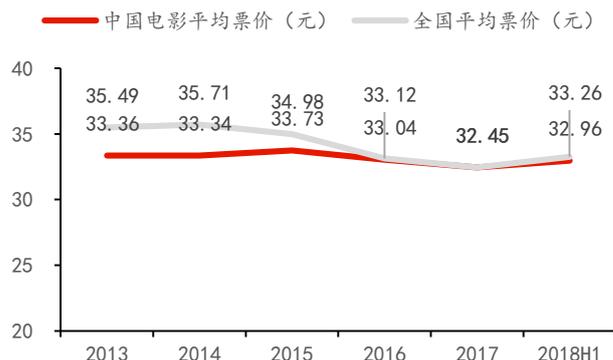
上座率方面，中国电影高于全国平均水平，主要原因是中国电影的直营影院大多有较好的选址，且其影院的运营水平较高。平均票价方面，低于全国平均水平，但近年来已向全国平均水平靠拢。

图表46： 中国电影上座率始终领先全国平均



资料来源：公司公告、艺恩、华泰证券研究所

图表47： 中国电影平均票价与全国平均的差距近年来日趋缩小



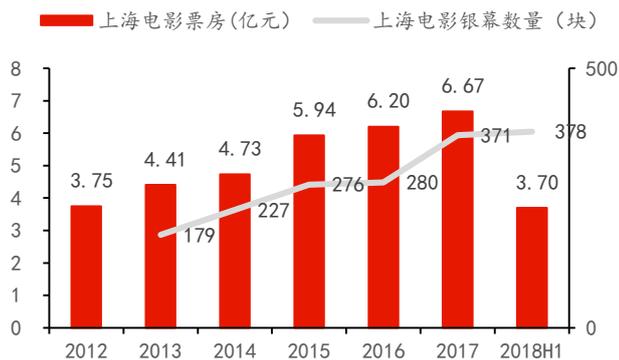
资料来源：公司公告、国家电影局、华泰证券研究所

上海电影：集中于一线城市布局，上座率及平均票价均较高

根据公司中报，至2018H1末，公司共拥有资产联结影院超过90家，其中直营影院“SFC上影影城”54家（不含2家停业装修门店），银幕数378块。2018H1新开影院3家，分别位于上海、天津、江阴，根据中报披露，全年计划新开店7家左右。

上海电影直营影院票房增速一直低于全国平均增速，2017年及2018H1同比增速分别为7.55%和11.09%，全国平均增幅分别为14.58%和17.46%。2018年上半年上海电影的旗舰店上海永华影城一直处于停业装修中，对公司上半年直营影院的放映收入有一定影响。

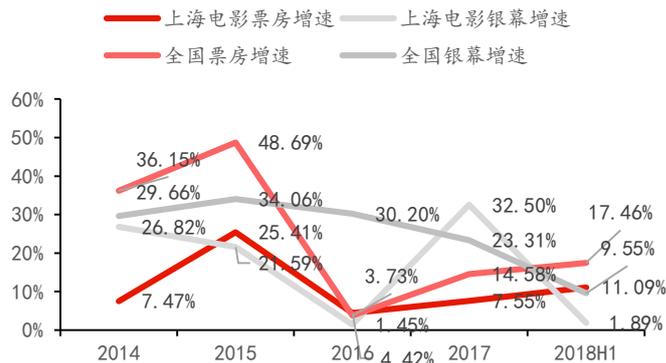
图表48: 2012-2018H1 上海电影直营影院票房及银幕数量一览



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

注: 公司未披露 2016、2017 年直营银幕的数量, 上图数据为我们根据财报披露的新增影院个数推测

图表49: 2017 年银幕增速较快, 带动票房增速向全国平均水平靠拢



资料来源: 公司公告、国家电影局、华泰证券研究所

注: 上图 2018 年 H1 增速是指相较于 2017 年年底的银幕数量。

单银幕产出方面, 上海电影旗下影院表现优异, 自 2014 年以来的不同年份, 均高于全国平均水平 50% 以上, 这一方面由于公司较高的运营水平, 一方面由于旗下直营影院大多位于一线城市。尤其值得一提的是, 在全国单银幕产出普遍持续下滑的背景下, 2018 年 H1 公司的单银幕产出实现同比略升, 显示公司良好的运营能力。

图表50: 上海电影单银幕产出表现优异, 2018 年 H1 实现同比略升

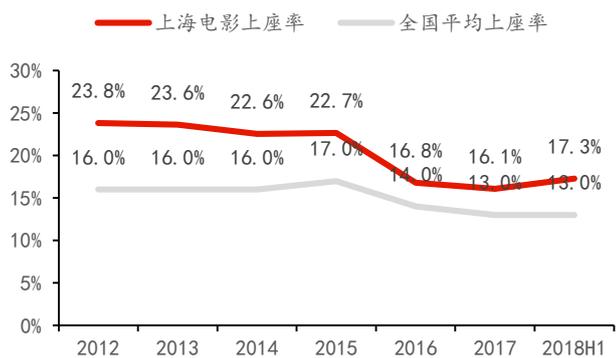


注: 公司未披露 2016、2017 年、2017 年 H1 直营银幕的数量, 上图数据为我们根据财报披露的新增影院个数推测

资料来源: 公司公告、国家电影局、华泰证券研究所

上座率方面, 上海电影始终高于全国平均水平, 这是因为上海电影的直营影院大多分布在一线城市, 尤以上海居多; 平均票价方面, 上海电影也始终高于全国平均水平, 2017 年以来有所下滑, 主要是因为当年新开影院较多, 银幕增幅为近年来最高, 达到 32.50%, 新开的影院进行促销活动, 在一定时期内降低了票价。

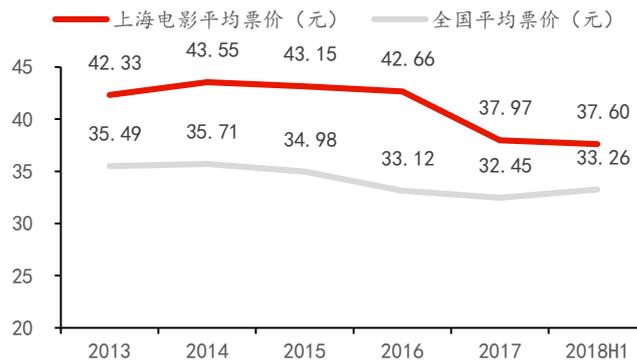
图表51: 上海电影上座率始终高于全国平均



资料来源: 公司公告、艺恩、华泰证券研究所

注: 2012-2015年数据来源于公司招股说明书, 以后年度来源艺恩

图表52: 上海电影平均票价始终高于全国平均, 但领先幅度近年来收窄



资料来源: 公司公告、艺恩、国家电影局、华泰证券研究所

非票房业务：万达院线一直独秀，其他院线依然有较大提升空间

非票房业务主要是卖品和广告业务，由于这两项业务毛利率相对较高，在放映业务毛利率持续处于低位时，提升非票房业务的收入占比，是提升综合毛利率的有效手段。对标北美市场来看，2017年北美三大院线的卖品收入占比基本维持在30%左右，国内院线卖品收入占比除万达院线为14%，其余院线均在10%以下，我们预计国内院线依然有较高的提升空间。

图表53：美国三大院线2017年卖品业务营收占比

	卖品收入 (亿美元)	营业收入 (亿美元)	卖品收入占比
AMC	15.48	50.79	30.48%
CINEMARK	10.39	29.92	34.73%
REGAL	9.3	31.63	29.40%

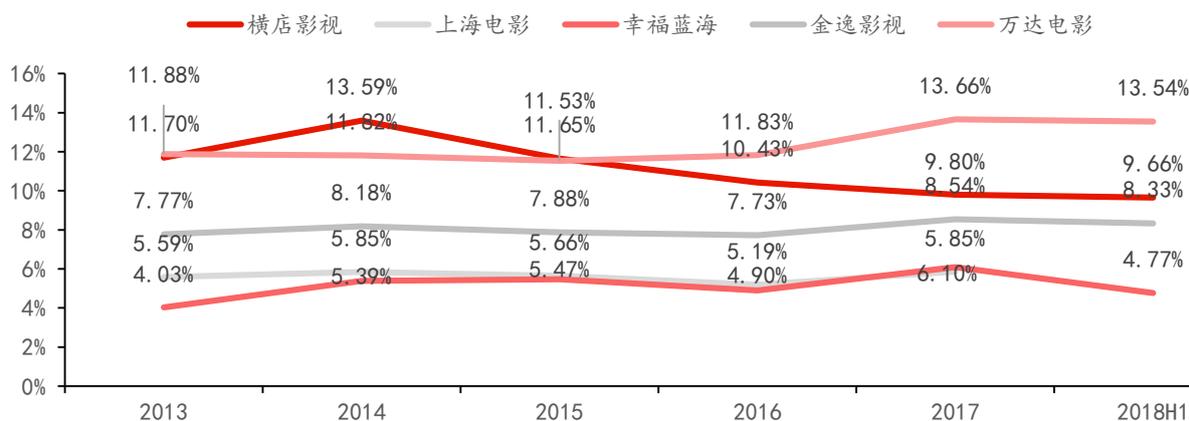
注：以上北美院线公司的广告收入并没有单独披露，合在“其他业务收入”中，故我们未做统计。

资料来源：Bloomberg、公司财报、华泰证券研究所

卖品收入：横店院线毛利率持续提升，万达院线单人消费水平业内领先

卖品收入占比方面，总体上来看，万达院线领先于全行业，横店影视及金逸影视位列二三位，幸福蓝海和上海电影占比较为接近；从趋势上看，万达院线卖品收入占比近年来总体上呈现持续上升态势，但在2018年H1有所下滑，不仅如此，各院线卖品收入占比在2018年H1上半年均有所下滑，我们推测这与2018年上半年平均票价的整体上扬有关，从而带动放映收入的增幅高于卖品收入的增幅。

图表54：2013年至2018年H1各院线卖品收入占比一览：万达院线持续领先

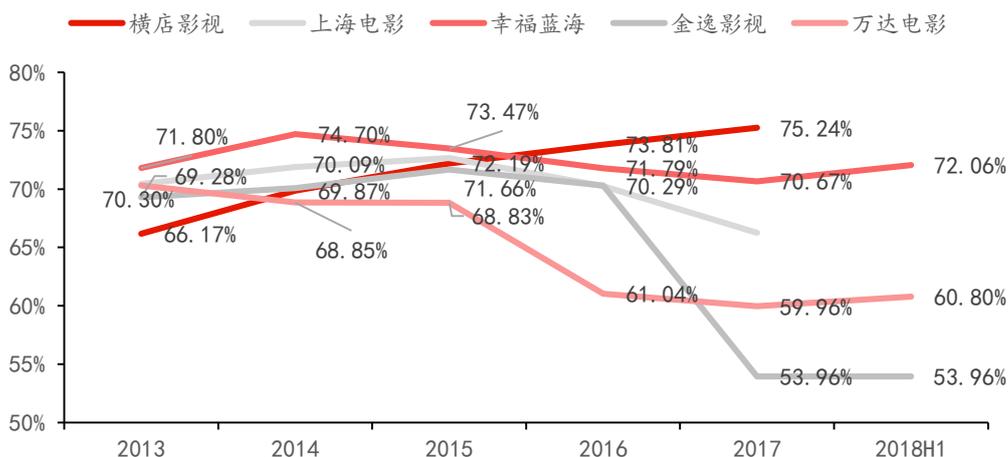


注：上海电影未披露2018年上半年卖品收入占比；中国电影财报中未单独列示卖品收入占比

资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

卖品毛利率方面，横店院线卖品毛利率近年来呈持续上升态势；幸福蓝海卖品毛利率领先同行。万达院线2016年以来的毛利率下滑主要是因为合并时光网之后，新加入的销售衍生品业务的毛利率不同带来的影响。

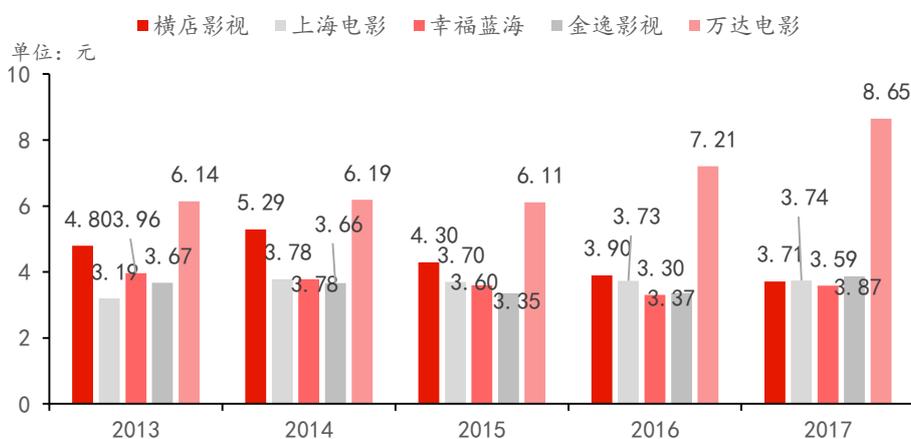
图表55： 2013年至2018年H1各院线卖品收入毛利率一览：横店院线持续上升



注：上海电影和横店影视未披露2018年上半年卖品毛利率；中国电影财报中未单独列示卖品毛利率资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

卖品单人消费方面，万达院线在同行业内领先幅度较大，我们认为这一方面由于其影院相对较为高端，人均消费水平相对较高；一方面由于万达院线在收购时光网之后，在衍生品业务方面发展较为良好，衍生品的销售带动了卖品单人消费水平的提升。其他院线之间差距并不明显，基本上集中在4元左右。

图表56： 卖品单人消费方面，万达院线一枝独秀，其他差距不大

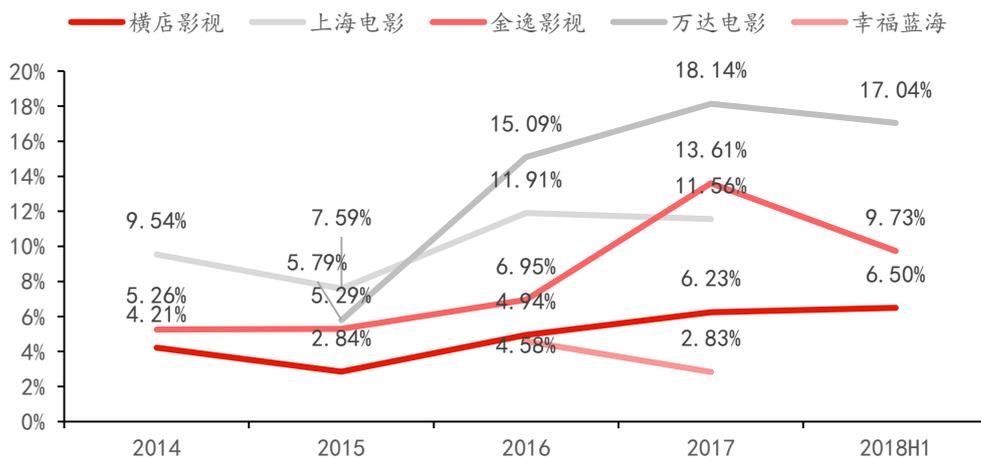


资料来源：Wind，艺恩、华泰证券研究所

广告收入：收入占比万达院线领先，横店影视提升较为明显

广告收入占比方面，万达院线同行业内领先。其他各家的广告业务占比相比万达院线均有较大的提升空间。横店影视的广告收入占比近年来持续提升，显示出良好的发展态势，我们认为这主要是由于相对于其他院线，横店院线近年来的银幕扩张速度相对更高。由于银幕数量的增长更快，带动广告收入的增长更快。

图表57： 万达院线广告收入占比同行业内领先，横店院线近年来提升明显

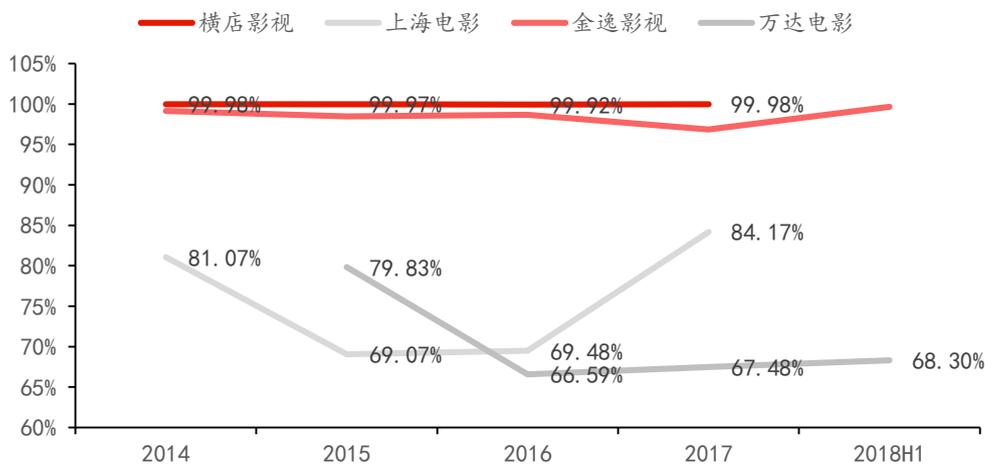


注：上海电影、幸福蓝海未披露2018年上半年广告业务占比

资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

广告业务毛利率方面，横店影视和金逸影视较为领先。万达电影的广告业务中除了影院传统的贴片和阵地广告之外，还包括万达传媒运营的其他多元化广告业务，因而毛利率相对较低。

图表58： 2014年至2018年H1各院线广告收入毛利率一览：横店影视和金逸影视较为领先



注：上海电影和横店影视未披露2018年上半年广告收入毛利率；中国电影财报中未单独列示广告收入毛利率

资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

积极尝试、持续创新，各院线公司努力发展非票房业务

由于银幕建设速度长期处于高位，近年来全国平均单银幕产出持续下滑，为提升运营业绩，国内各大院线公司也在提升运营效率和非票房收入方面投入更多资源，进行有效的尝试。同时，在互联网线上流量饱和之际，诸多企业也将目光投向了线下各类能够有效聚集流量的消费场景，电影院则是其中较具有吸引力的场景之一，这也促进了电影院自身在运营方面的创新和提升。

以万达院线为例，公司与 COSTA 开展战略合作，全面布局咖啡业务，搭建影院休闲消费新场景；打造万达电影专属的“爆米花节”，据公司官网介绍，在“爆米花节”期间，卖品收入提升明显。

2017 年 5 月 9 日万达院线与 COSTA 咖啡签署战略合作协议。根据合作协议，上海市和重庆市以及江苏、浙江、安徽、河南、山西、四川、江西、福建、广东、海南、湖北、陕西、湖南、云南、贵州和广西壮族自治区内所有万达影城内将选择性开设 ONE COSTA 品牌咖啡店。在推广过程中，万达院线推出了咖啡品鉴会等形式，邀请众多影迷免费品鉴。

图表59： 万达影城中的 COSTA



资料来源:万达院线官网、华泰证券研究所

横店院线则定位品质需求，打造了“纷腾”高端品牌，杭州纷腾电影生活馆于 2017 年 8 月 17 日正式开业。“纷腾”品牌区别于传统影院，采用“影院+餐饮”模式，影院配备了咖啡吧、鸡尾酒吧、VIP 休闲吧、电影衍生吧及中西餐厅等，拓展了观众的消费场景：以观影为核心，满足观众的多元化娱乐需求，从全方位提升观众的消费体验。“纷腾”的经营模式，抓住了部分追求品质生活的消费者的核心需求，为他们提供了一站式消费场景，从而能够提高单个观众的消费。

图表60： 横店院线纷腾电影生活馆鸡尾酒吧



资料来源：横店院线官网、华泰证券研究所

图表61： 横店院线纷腾电影生活馆餐厅



资料来源：横店院线官网、华泰证券研究所

上海电影旗下的永华影城则是顺应年轻人需求，着力于影院装饰、设施升级等方面提升观影品质。影院装饰方面，永华影城主打时尚感和未来感。设施升级方面，永华影城推出了可以容纳 4 人或 6 人的 VIP 包厢、座位是由不同颜色组成的“彩虹观影厅”、同声评论厅。

图表62： 上海电影的永华影城装饰兼具时尚感和未来感



资料来源：上海电影官网、华泰证券研究所

图表63： 上海电影永华影城的彩虹观影厅



资料来源：上海电影官网、华泰证券研究所

金逸院线则着手布局特色主题影厅及引进多种娱乐设施。特色主题影厅方面，金逸院线尝试布局床厅、情侣厅、按摩厅、儿童影厅等多功能影厅，娱乐设施方面，影院引进按摩椅、点唱机、抓娃娃机、VR 体验设施等提高观众候场体验。

图表64： 金逸影城中的床厅



资料来源：金逸院线官网、华泰证券研究所

各大院线公司在电影院运营方面下足功夫，电影院作为线下消费场景的内涵被拓宽，在满足观众日益多元化的消费需求同时，也为非票业务的提升做出了持续性的努力。对标北美市场三大院线 30%左右的卖品收入占比，国内院线卖品收入占比除万达院线为 14%，其余院线均在 10%以下，国内院线的非票房收入占比依然有较大的提升空间，未来的发展值得期待。

风险提示

1、银幕建设速度持续处于高位，将给各院线公司的单银幕产出带来持续的下降压力

我国的银幕建设速度长期以来处于高位。银幕建设的速度与票房的增长和城市综合商业体的建设有关，从目前来看：我国的电影市场票房依然保持较高的增速，会在一定程度上刺激资金进入市场进行电影院投资；城市综合商业体的建设并未出现明显的减速迹象，在商业体招商中，电影院依然是较为重要的吸引人流的业态，基本上是商业体必备的配套场景。由此我国的银幕建设在未来一段时间内依然有可能保持较高的增速，给各院线公司的单银幕产出带来持续的下降压力。

2、非票房收入的提升速度不及预期

提高非票房收入的占比有利于提升院线公司的综合毛利率。但非票房收入的提升涉及到观众消费习惯的培养、商业模式的设计，并与院线所拥有银幕的数量规模相关，因此可能出现非票房收入的提升不及预期的风险。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com